

风险定价-A 股窄幅震荡，市场分歧严重

证券研究报告

2021 年 09 月 07 日

9 月第 2 周资产配置报告

9 月第 1 周各类资产表现：

9 月第 1 周，美股指数涨跌互现。Wind 全 A 震荡上涨了 0.11%，成交额 7.8 亿元，成交量创下年内新高。一级行业中，煤炭、建筑和电力及公共事业涨幅靠前；综合、军工和电子等表现靠后。信用债指数上涨了 0.11%，国债指数上涨了 0.29%。

9 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——A 股高换手并且窄幅波动，市场分歧严重

债券——期限溢价降至中性，久期策略性价比下降

商品——油价得到供给扰动的支撑

汇率——非农数据远超预期，美元跌黄金涨

海外——联储短期不会宣布 Taper 计划

风险提示：疫情再爆发；经济增速回落超预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

联系人

linyan@tfzq.com

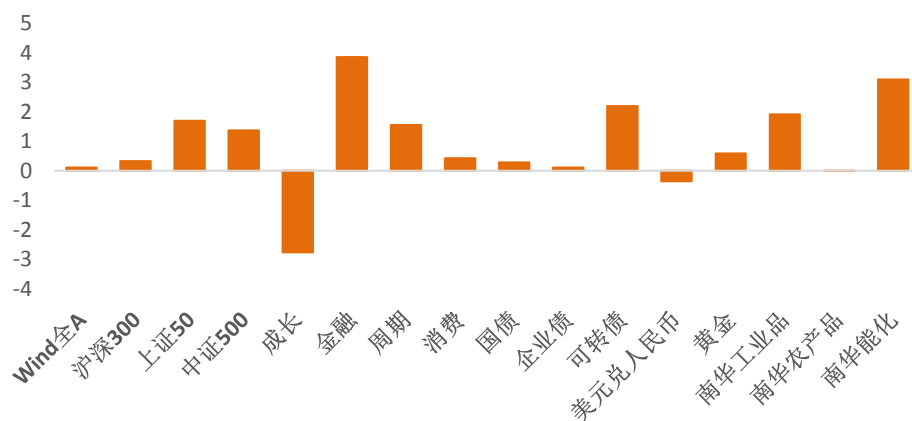
相关报告

1 《宏观报告：A 股巨量成交从哪里来？》2021-09-06

2 《宏观报告：如何实现共同富裕？》2021-09-04

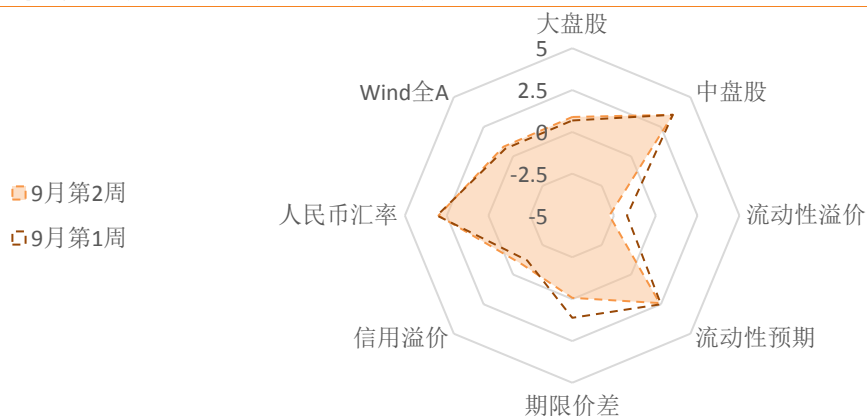
3 《宏观报告：70 年代美国反垄断往事及其影响-70 年代美国反垄断往事及其影响》2021-09-01

图 1：9 月第 1 周各类资产收益率(%)



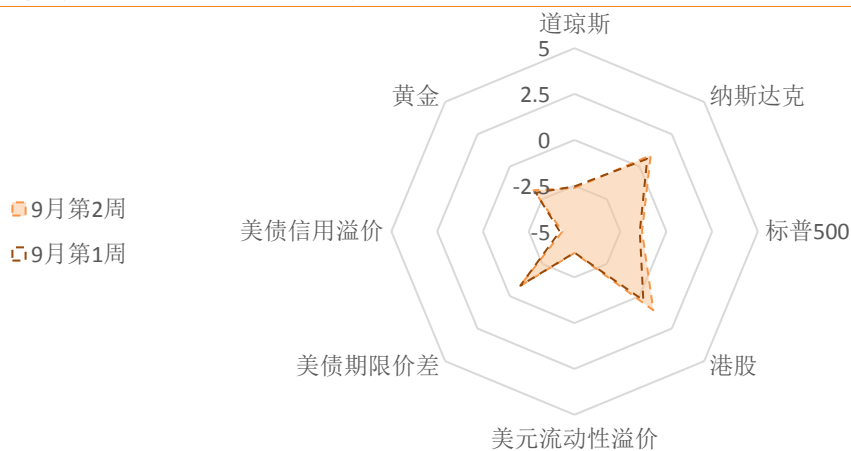
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 月第 2 周国内各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：9 月第 2 周海外各类资产/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：A 股高换手并且窄幅波动，市场分歧严重

9 月第 1 周，两市成交额超过 7.7 万亿，创下年内新高，接近去年 7 月初的高点。但和去年 7 月大开大合的行情不同，当前市场窄幅波动，体现出**市场分歧较为严重，强弱势板块的轮动频率较高**。

巨幅换手的背后，主要是几股力量在推动：公募基金的调仓；北向资金的成交额加大；融资融券存量上升和量化私募的中高频交易活跃等。首先，消费医药的持续弱势导致资金流出，成长和周期板块中景气度较高的赛道都定价较为合理，估值和拥挤度处在高位，防御型配置资金开始青睐性价比较高的金融、基建和公共事业。其次，北向资金的成交额创下年内新高，周度累积成交额达到 8342.16 亿，同时融资融券交易额较 5 月的低点 3000-4000 亿回升至近期的 6000-7000 亿。最后，量化私募目前的产品规模已经破万亿，8 月量化私募新发行数量较高，存续产品交易和建仓对两市的成交额都有无法忽略的贡献。（详见《A 股巨量成交从哪里来？》）

9 月第 1 周，A 股窄幅震荡，Wind 全 A 周上涨 0.11%。在券商的带领下，金融上涨 3.86%，周期、消费分别上涨了 1.55%、0.42%，成长下跌了 2.77%。市值风格上，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 1.69%和 0.33%，中盘股（中证 500）上涨了 1.37%（见图 1）。

A 股整体市场情绪小幅修复，目前处在中低位置。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度回升至 22%和 30%分位；中盘股的拥挤度也小幅上升至 63%分位。衍生品市场对中盘股的情绪转为悲观（中证 500 基差下降到 20%分位），对大盘股情绪维持悲观（沪深 300 和上证 50 基差分别处在 23%和 28%分位的较低位置）。

周期+成长和消费的短期交易拥挤度差异仍处在历史最高水平附近。**拥挤度极度分化的情况下，市场分歧严重，消费等景气回落行业资金流出，高景气行业和低估值蓝筹股则出现快速轮动。**板块拥挤度方面，从高到低的排序依然是周期>成长>金融>消费。

Wind 全 A 的相对估值水平维持【中性】（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的估值【中性偏便宜】，中证 500 的估值【便宜】。金融估值【很便宜】（91%分位），成长估值【便宜】（72%分位），周期估值回升（62%分位），消费维持【较便宜】。

北向资金周净流入 279.27 亿，再次转向偏乐观，北向净流入加大，前十大净流入中出现了招商银行、中信证券等业绩不错的金融股，同时对回撤的赛道股也有所补仓。南向资金净流出 118.11 亿港币，恒生指数的风险溢价回升到中性偏高区间内，性价比逐步开始显现。

2. 债券：期限溢价降至中性，久期策略性价比下降

9 月以来，新增专项债发行 991.87 亿元，净融资额 74.68 亿元，发行速度维持前期的较快水平。央行逆回购净回笼 400 亿，流动性价格随着跨月资金需求高峰过去有所下降，**流动性溢价下降至 22%分位。中长期流动性预期与上周基本持平。**

9 月第 1 周，期限溢价继续下降，已经来到了中性水平附近，长端利率债与短端利率债的性价比已经持平。信用溢价继续回升，逐渐接近中性水平（42%分位）。

9 月第 1 周，**债券市场的乐观情绪降温**，利率债的短期拥挤度回落至 60%分位，长端利率债的交易拥挤度开始下降。信用债的短期拥挤度下降至 47%分位，转债的拥挤度下降至 77%分位。

3. 商品：油价得到供给扰动的支撑

9 月第 1 周，工业品价格多数上涨。黑色商品方面，进入旺季，螺纹钢和热轧卷板的表观消费量小幅回升。已有多家钢厂发布 9 月检修计划，钢厂限产力度未有减弱。9 月第 1 周，煤炭价格维持强势。为了遏制投机资金炒作煤炭价格，大商所宣布 9 月 6 日起上调保证金比例，粗钢产量下降也对焦煤形成压力，煤炭价格波动因素较多。

铜价方面，智利铜矿结束罢工，国内进口精炼铜逐渐入库，叠加第三轮抛储，市场供

应量将增加，消费端汽车行业表现疲软，**铜价短期可能震荡偏弱**。加工费回升显示供需拐点已经出现。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在中性附近震荡，市场情绪中性。

油价方面，9 月第 1 周布油上涨 1.09%。受飓风影响，美国墨西哥湾原油减产 9 成。9 月 1 日 OPEC+ 成员会议决定维持 7 月的增产逐步计划。美国单周累积确诊病例数加速上升，9 月第 1 周的确诊超 114.79 万，Delta 反弹依旧迅猛。极端天气过去之后，原因供需缺口大概率会收窄，油价不会持续高位运行。衍生品市场上，布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度小幅上升至 4.3%，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期没有变化**。

9 月第 1 日，能化品、工业品和农产品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：非农数据远超预期，美元跌黄金涨

9 月第 1 周，最关键的国内数据是 8 月 PMI，最关键的海外数据是美国 8 月非农就业。两者均低于预期，中国 8 月制造业 PMI 降至 50.1，非制造业 PMI 降至 47.5，而美国新增非农就业仅 23.5 万，远低于前值 105 万和预期 73.3 万。非农数据公布当周美元指数下跌，收于 92.13。现货金价小幅上涨 0.6%，收于 1827.29 美元，COMEX 黄金非商业净多头持仓占比回升至 48% 历史分位，拥挤度中性。

中国经济数据走弱，美元兑人民币（在岸）下跌 0.33%，收于 6.46。人民币的短期交易拥挤度维持在前期的较低水平（25%）。下半年中国经济走弱和货币再宽松，经济和政策周期均领先美国，人民币汇率存在小幅贬值压力，但中美周期差异并不显著，贬值空间有限。9 月第 1 周，全球资金净流入中国股票和债券市场，金融市场现金流向对人民币汇率影响转向中性偏多。

5. 海外：联储短期不会宣布 Taper 计划

8 月非农数据远不及预期体现了 Delta 反弹对美国就业市场的打击，特别是线下服务场景相关的新增就业几乎停滞。联储 Taper 机会进一步向后推延，预计 9 月 FOMC 不会宣布和 Taper 有关的计划。由于较早公布的 ADP 就业数据已经不及预期，美债利率对非农数据不及预期的结果提前有所反映，非农公布后预期兑现，美债利率有所反弹。9 月第 1 周，美国 10Y 名义利率小幅回升至 1.33%，实际利率回升至 -1.01%，通胀预期小幅下降至 2.34%。美债期限溢价维持在 42% 分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 7% 和 12% 分位的历史低位。

前期美股上涨主要贡献是盈利而非估值，因此后期最大的风险点也是盈利不及预期。非农数据不及预期放大了经济复苏放缓的担忧，美股维持高波动。估值方面，标普 500 和道琼斯的风险溢价仍处在较低位置（37% 和 24% 分位），纳斯达克的风险溢价处在中性附近（见图 3）。

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_26186

