

风险定价-港股为什么假期大跌

证券研究报告

2021 年 09 月 21 日

9 月第 4 周资产配置报告

9 月第 3 周各类资产表现：

9 月第 3 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 2.61%，成交额 7.1 万亿元，成交量维持在高位。一级行业中，石油石化、基础化工和医药涨幅靠前；电子、钢铁和有色金属等表现靠后。信用债指数下跌 0.07，国债指数上涨了 0.02%。

9 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——港股为什么假期大跌

债券——专项债发行提速趋势不变，流动性溢价有所回升

商品——墨西哥湾油气产能恢复不及预期，天然气维持强势

汇率——随着美元走强，人民币汇率小幅贬值

海外——议息会议叠加财政悬崖，风险偏好进一步回落

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

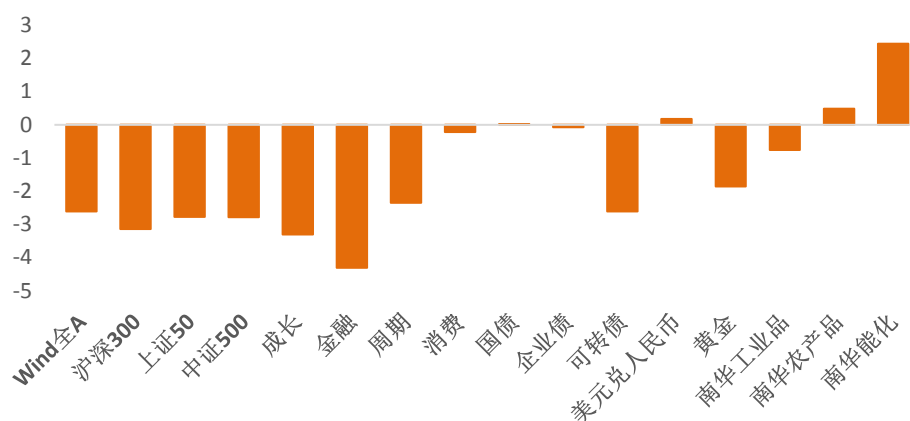
1 《宏观报告：9 月资产配置报告》
2021-09-17

2 《宏观报告：风险定价-周期股的核心在供给-9 月第 3 周资产配置报告》
2021-09-14

3 《宏观报告：北交所的参照系——NASDAQ 发展史-北交所的参照系——NASDAQ 发展史》2021-09-14

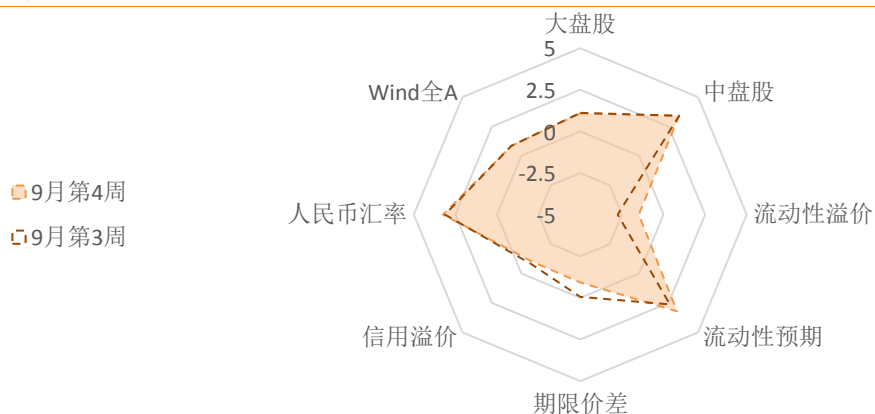


图 1：9 月第 3 周各类资产收益率(%)



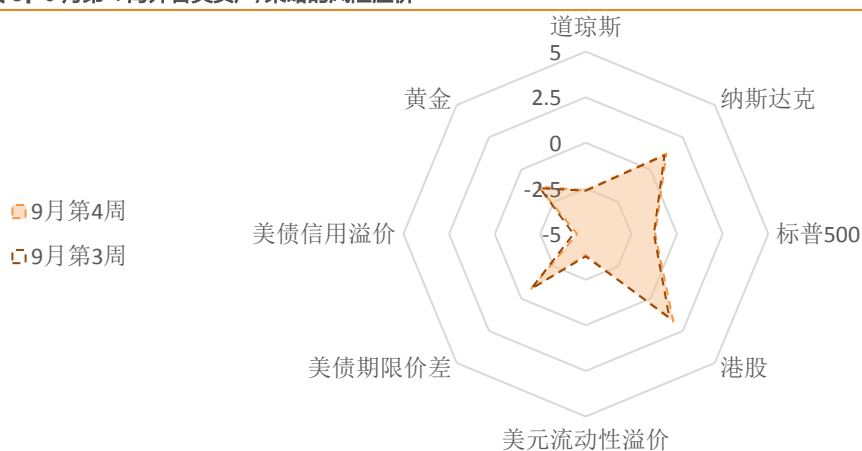
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 月第 4 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 4 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：港股为什么假期大跌

9月20日(周一),境外交易的中国权益资产出现大幅调整,恒生指数和富时A50指数分别下跌3.30%和3.05%。引发恒生指数大幅调整的原因既有海外因素也有国内因素。海外方面,9月23日联储将公布9月利率决议,对Taper可能提前的担忧始终存在;债务上限谈判停摆虽然不太可能引发债务违约,但对市场情绪始终存在压制;新冠疫情确诊人数反弹以来,美股一直处在震荡状态,连续两周调整给港股带来了回调的压力。

国内方面,对于恒大问题,外资和内资的逻辑可能截然不同,内资认为过去三年去杠杆调结构防风险政策不断累积,恒大事件早有预期,而外资认为是风险暴露的开始,中国5年的信用违约互换价格大幅上涨。截然不同的认知,又恰逢中秋假期期间没有南向资金抄底,港股逆风盘受外资的影响格外明显。

由于金融与地产在恒生指数中权重较高,两者均受恒大事件的风险外溢被外资重新定价。其中平安在港股的估值相较A股并没有性价比,恒大财富近期遭到挤兑后,引发外资对平安的撤离。港资地产股的调整也与近期香港地产政策消息有关。金融地产权重股的下跌对恒生指数的拖累明显。

9月第3周,A股有所调整,Wind全A周下跌2.61%。成长、金融、周期和消费分别下跌了3.31%、4.31%、2.35%和0.22%。市值因子的区分度不高,大盘股(上证50和沪深300)下跌了2.78%和3.14%,中盘股(中证500)下跌了2.79%(见图1)。

A股整体市场情绪继续回升,进一步向中位数靠近(40%分位)。上证50和沪深300的短期交易拥挤度小幅回调至38%和41%分位;中盘股的拥挤度上升至79%分位的偏高位置。衍生品市场上,中盘股情绪较前期降温明显,大盘股情绪持续升温,目前基差表征的情绪已经转向乐观(沪深300和上证50基差上升至51%和70%历史分位)。

板块方面,金融股的短期拥挤度与上周基本持平,拥挤度中高;周期股的短期拥挤度进一步上升,目前已经来到了历史高位(88%分位);成长股的短期拥挤度企稳回升,回到中位数附近;消费股的短期拥挤度目前仍然处在较低水平(18%分位)。风格拥挤度从高到低的排序是:周期>金融>成长>消费。9月第3周,周期和成长的价格相关系数都从中性或中性较高位置快速下降到10%分位以下的较低位置,短期技术上面面临调整压力。

Wind全A的相对估值水平【中性偏便宜】(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】(90%分位),成长和消费估值【较便宜】(73%和71%分位),周期估值回升(67%分位)。风险收益比从高到低的排序是:金融>成长>消费>周期。

北向资金周度净流入告一段落,9月第3周净流出88.27亿,北上情绪降温,北向净流出较多的主要是“茅指数”的成分股,包括贵州茅台、五粮液和三一重工等。南向资金净流出24.28亿港元,恒生指数的风险溢价维持中性偏高区间,估值中性偏便宜。

2. 债券：专项债发行提速趋势不变，流动性溢价有所回升

截止9月19日,9月新增专项债已经发行了4302.51亿元,接近8月总发行额(4896.22亿元),净融资额3385.31亿元,专项债发行速度提速趋势不变。央行逆回购净投放1900亿,续作MLF6000亿元,完全对冲到期量。税期和跨月导致流动性需求上升,流动性溢价回升至35%分位。中长期流动性预期小幅收紧。

9月第3周,期限溢价进一步下降,已经来到了中位数下方,久期策略进一步下降。随着恒大财富兑付问题暴露,市场对恒大债务问题造成信用冲击的担忧上升,但信用溢价没有继续回升(42%分位),目前信用债整体性价比中性偏低。

9月第3周,债券市场的乐观情绪继续降温,利率债的短期拥挤度回落至46%分位,信用债的短期拥挤度下降至39%分位,相比之下,转债的拥挤度仍处在高位(80%分位)。

3. 商品：墨西哥湾油气产能恢复不及预期，天然气维持强势

钢材表现消费量与往年同期的旺季相比较弱,其中螺纹钢的消费量9月以来有所改善,

但热轧卷板的消费量依旧维持前期的弱势。受产能释放的消息刺激，煤炭价格高位回调。9月16日，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》。方案提出，对国家重大项目实行能耗统筹，坚决管控高耗能高排放项目，鼓励地方超额完成能耗强度降低目标。为了落实发改委能耗双控政策，多省都陆续下达了限电限产的政策，其中能耗较高的电解铝行业受影响最为严重。

国内粗铜和精铜加工费小幅回升，供需紧平衡的局面基本缓解，铜价开始承压。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅回升，目前中性略偏高。

油价方面，9月第3周布油上涨3.52%。供给方面，灾后复产速度缓慢支撑原油和天然气价格的强势。根据美国安全与环境执法局（BSEE）的数据，美国墨西哥湾地区关闭了23.19%的原油产量及34.43%的天然气产量，美国原油产能利用率从92%下降至87%，产量从8月底的1150万桶下降至1000万桶左右，库存也下降较快。OPEC方面，伊拉克油长贾巴尔称OPEC+正努力使油价在2022年第一季度保持在70美元/桶。如果油价运行稳定将会按照预定计划逐渐退出减产。

需求端，9月第3周美国新增新冠确诊超百万，Delta病毒变异造成的疫情爆发仍未过去。美国48州可用天然气的库存仍在回补，但是库存仍略低于往年同期的水平，进入冬季天然气供需平衡可能再起趋紧。衍生品市场上，NYMEX天然气主力合约（10月）与21年1月合约之间还有4%的升水幅度。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5.6%，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。

9月第3周，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：随着美元走强，人民币汇率小幅贬值

9月第3周，美元指数继续反弹，收于93.26。现货金价下跌1.86%，收于1754.30美元。COMEX黄金非商业净多头持仓占比下降至37%历史分位，拥挤度处在中低水平。

中国经济数据走弱，美元兑人民币（在岸）上涨0.39%，收于6.47。人民币的短期交易拥挤度快速上升至历史60%分位，情绪恢复至中性。随着中国经济增速继续回落，叠加跨周期政策调节继续发力，人民币有一定贬值压力。9月第3周，全球资金净流入中国股票和债券市场的趋势未改，金融市场现金流向对人民币汇率影响中性偏多。

5. 海外：议息会议叠加财政悬崖，风险偏好进一步回落

北京时间周四（9月23日），美联储将召开9月FOMC，美国新冠新增确诊人数再次上行，预计9月FOMC不会宣布Taper计划，名义利率和实际利率都在低位震荡。议息会议之前，债务上限的谈判仍没有实质性进展，市场的风险偏好下行明显。

美国政府债务上限提高大概率要和新财年的财政计划绑定，预计最早10月通过。若

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_27061

