

# 风险定价-内滞外胀，如何做行业配置？

证券研究报告

2021年09月27日

## 9月第5周资产配置报告

9月第4周各类资产表现：

9月第4周，美股指数多数上涨。Wind全A下跌了0.37%，成交额3.7万亿元，日均成交量较上周回落。一级行业中，电力及公用事业、房地产和国防军工涨幅靠前；有色金属、建材和基础化工等表现靠后。信用债指数上涨0.02%，国债指数上涨了0.16%。

9月第5周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内外流动性差异是影响行业配置的核心因素

债券——逆回购加码，流动性溢价再回落到较宽松水平

商品——拉闸限电，工业行业开工率多数回落

汇率——美元指数窄幅震荡

海外——美债利率反弹和议息会议出现蹊跷的时间差

**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  
linyanyan@tfzq.com

相关报告

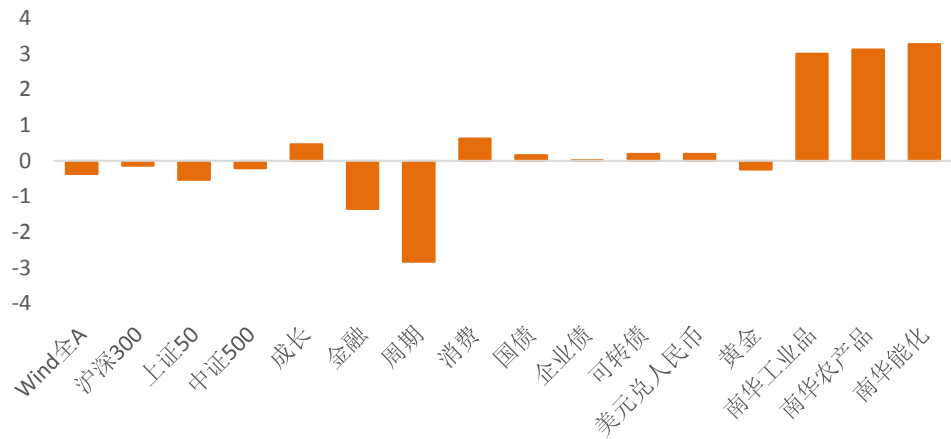
1 《宏观报告：宏观-能耗双控如何影响经济和行业？》2021-09-23

2 《宏观报告：宏观-房地产投资下行才刚开始，关注短期政策底的可能性》2021-09-22

3 《宏观报告：风险定价-港股为什么假期大跌-9月第4周资产配置报告》2021-09-21

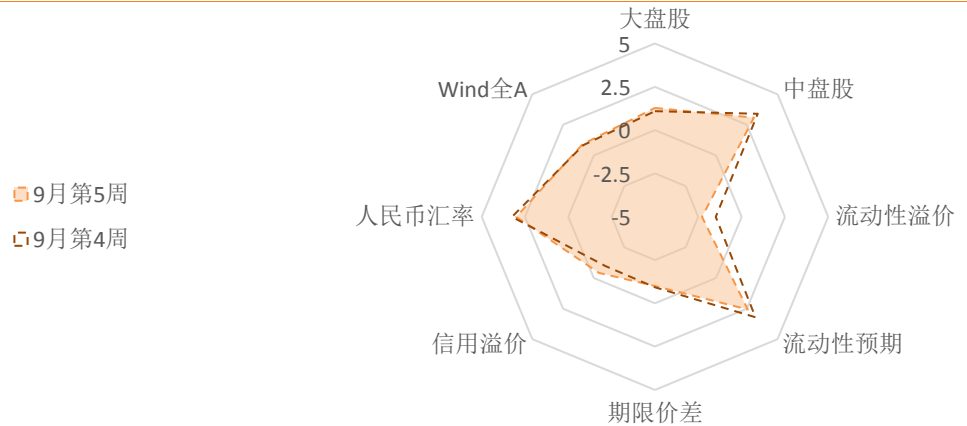


图 1：9 月第 4 周各类资产收益率(%)



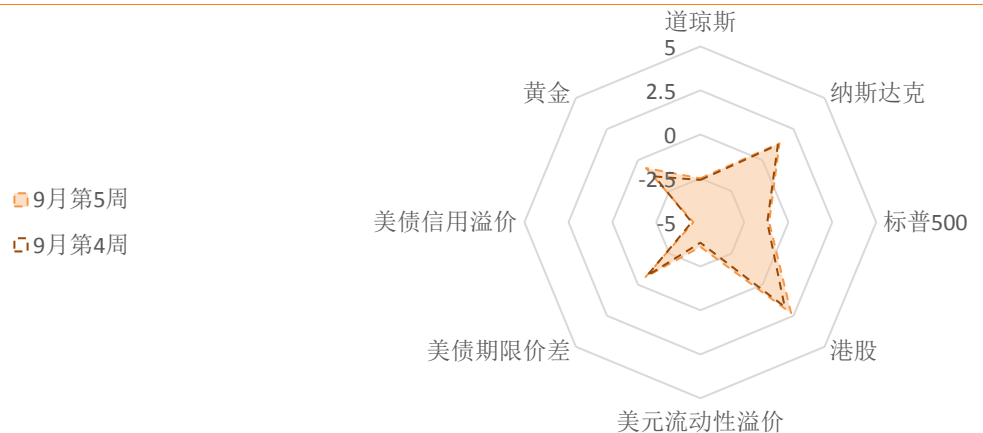
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 月第 5 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 5 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：内外流动性差异是影响行业配置的核心因素

中秋假期，港股和美股先后大跌，但 A 股节后表现低开高走，周内震荡偏弱，背后逻辑是我们上周报告中提到的——**内外资对“恒大事件”的态度截然不同**。内资认为此事是防风险降杠杆的结果，外资认为是信用风险集中爆发的开始。目前来看，A 股对风险事件的反应相对淡定。（详见《港股为什么假期大跌》）

**A 股地产股呈现明显的两极分化**：三条红线不达标的房企，市场预计将面临更加严重的融资约束，9 月第 4 周股价下跌；资产负债表健康的房企如保利地产、金地集团、招商蛇口、华侨城等，市场认为可能在去杠杆后剩者为王，9 月第 4 周股价强势反弹。房地产行业的关注点在于短期政策环境如信贷和拿地，是否可能有所松动。（详见《房地产投资下行才刚开始，关注短期政策底的可能性》）

**近期地方限电动作不断，背后有两种情况**。一种有能耗双控政策的推动，典型案例是 8 月《各地区 2021 年上半年能耗双控目标完成情况晴雨表》下发以来，能耗控制形式不佳的云南、宁夏、江苏、广西等地加速整改，整改方式上包括了拉闸限电；还有一种情况是电力供需偏紧，例如 5 月 18 日山东省印发《2021 年全省有序用电方案》，指出“预计今年迎峰度夏期间存在 200 万千瓦的短时供电缺口，若出现电煤供应紧张、省外来电减少、极端天气等叠加情况，缺口将进一步扩大”。

**当前是内需衰退、外需滞胀的经济结构**。限电一定程度上会强化国内经济下行压力，但不一定会导致通胀。国内工业品价格通过可贸易品出口对外传导，但因为消费力不足，对国内消费品价格传导不畅。在内需衰退、外需滞胀的经济结构下，国内货币流动性边际放松，海外流动性边际收敛，**内外流动性差异是影响行业配置的核心因素**。

相对利好的是能够向外转移成本压力的出口优势性行业，和受益于国内流动性宽松的内需成长性行业。相对利空的是定价能力弱成本敏感的中游制造业，对内需衰退敏感的消费周期类行业，和对海外流动性敏感的部分板块。

9 月第 4 周，Wind 全 A 周下跌 0.37%。成长和消费上涨 0.46%、0.63%，金融和周期下跌了 1.35%、2.83%。市值因子的区分度不高，大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌了 0.53% 和 0.13%，中盘股（中证 500）下跌了 0.21%（见图 1）。

A 股整体市场情绪继续回升，站上中位数（55%分位）。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度与上周基本持平，处在 39%和 40%分位；中盘股的拥挤度维持 78%分位的偏高位。衍生品市场在大盘蓝筹和中盘股上的情绪分化严重，大盘股情绪保持乐观（沪深 300 和上证 50 基差上升至 71%和 78%历史分位），而对中盘股情绪继续保持谨慎。

板块方面，周期股的短期拥挤度仍处于历史高位（87%分位）；金融股的短期拥挤度有所松动，回落至 71%分位的中高水平；成长股维持在中位数附近；消费股的短期拥挤度小幅回升但仍然处在较低水平（20%分位）。风格拥挤度从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

Wind 全 A 的风险溢价基本与前期持平，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 风险溢价百分位回落 3%，目前估值【便宜】。金融处于【很便宜】区间（89%分位），成长、消费和周期维持估值【较便宜】（73%、69%和 70%分位）。风险收益比从高到低的排序是：金融>成长>周期>消费。

9 月第 4 周北向资金净流出 15.79 亿，北上情绪持续降温。南向资金净流入 46.46 亿港元，南向净流出告一段落。恒生指数的风险溢价维持中性偏高区间，性价比逐步开始显现。

## 2. 债券：逆回购加码，流动性溢价再回落到较宽松水平

截止 9 月 26 日，9 月新增专项债已经发行了 5230.69 亿元，超过 8 月总发行额（4896.22 亿元），净融资额 4313.49 亿元，专项债发行速度提速趋势不变。恒大事件叠加跨十一假期，央行逆回购净投放 3200 亿呵护流动性。流动性溢价下降 8%分位，处于较宽松水平（27%分位）。中长期流动性预期小幅回落（76%分位），市场对未来流动性收紧预期有所缓解。

9月第4周，期限溢价与上周基本持平（40%分位），久期策略性价比中性偏低。信用溢价接近中位数（45%分位），目前信用债整体性价比中性偏低。

9月第4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44%分位，信用债的短期拥挤度下降至36%分位，相比之下，转债的拥挤度仍处在高位（82%分位）。

### 3. 商品：拉闸限电，工业行业开工率多数回落

发改委印发的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》对不同商品而言，能耗指标的约束强度具有很大差异，目前主要集中在螺纹钢、黄磷、电解铝、工业硅、建材、煤电等高耗能商品。（详见《能耗双控如何影响经济和行业？》）

9月第4周，受双控政策的影响，主要工业行业开工率多数回落。唐山钢厂产能利用率下降至66.3%，焦炉生产率环比上升1.2%至66.3%，半钢胎开工率环比小幅下降至52.6%，PTA开工率大幅下降7.9%至70.6%。钢材表现消费量相较上个月进一步走弱。CCTD主流港口煤炭库存连续四个月下降，目前总计5114.3万吨，低于19和20年的同期水平。

国内粗铜和精铜加工费继续小幅回升，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回落至58%分位，市场情绪中性偏乐观。

油价方面，9月第4周布油上涨2.47%。供给方面，美国原油产能利用率继续小幅下降，产量较上周增加50万桶（1060万桶/天），根据EIA公布的数据显示，因两场飓风造成的损失持续上升，美国库存降至近三年来新低。需求方面，石油输出国组织（OPEC）在一份内部文件中预计，由于天然气短缺，企业被迫改用石油发电，全球石油市场供应可能会收紧。如果天然气价格在更长时间里居高不下，世界石油消费量可能额外增加37万桶/日。布油主力合约相对于6个月的远月合约贴水幅度维持在5%附近，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期比较稳定。**

9月第4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：美元指数窄幅震荡

9月第4周，美元指数窄幅波动，收于93.27。现货金价下跌0.25%，收于1749.98美元。COMEX黄金非商业净多头持仓占比继续下降至31%历史分位，拥挤度处在中低水平。

美元兑人民币（在岸）上涨0.23%，收于6.47。人民币的短期交易拥挤度维持60%分位，情绪中性。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4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：美债利率反弹和议息会议出现蹊跷的时间差

9月23日，鲍威尔在美联储议息会议后的记者会上透露：可能最快在下一次会议（11月）上宣布Taper（缩减购债），基本符合市场预期。对于步履蹒跚的Taper，市场（包括我们在内的研究者）已经跟踪了快一年时间。我们认为：

第一，市场对这次Taper的预期较为充分，影响不会太大，比13年的“缩减恐慌”要弱，也比今年2月的“紧缩担忧”要弱。

第二，Taper短期影响美股的风险情绪，但对美股影响最大的还是盈利变化。由于美股上行压力不大，上市公司业绩还在兑现，我们认为美股短期仍将维持高位震荡。

第三，Taper对美债的影响会在联储释放信号后提前反应。参考2013年的情况，taper可分成三步：释放信号，正式开启，缩减结束（QE退出）。美联储释放信号后，同时可能叠加美国债务上限提高，利率可能会出现一次性反弹。但在正式开启前后，利率或将随着基本面转弱而再次回落。因此taper只是流动性的二阶导拐点，很难形成趋势性的影响。

在鲍威尔在采访中也强调了美国经济正面临不确定性：从未真正看到过这样严重的供应链问题，从未看到过美国经济伴随着如此严重的用工荒。我们认为美联储在未来很长一段时间内不会加息，流动性真正的拐点仍遥遥无期。（详见《忘了点阵图，加息遥遥无期》）

9月第4周，美国10Y名义利率冲高收于1.47%。9月议息会议释放Taper信号后，美债利率当天利率回落，但第二天利率大幅反弹，对于美债反弹和FOMC会议的时间差，可能的原因是第二天英格兰央行议息会议偏鹰，带着美债实际利率上升。实际利率上升9bp至-0.87%，10Y盈亏平衡通胀预期与上周基本持平。美债期限溢价维持在44%分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在4%和14%分位的历史低位。

在议息会议和A股淡定应对“恒大事件”之后，海外投资者也逐渐接受了“恒大事件可能只是定向爆破的风险释放”的逻辑，美元上涨的脚步暂歇，风险偏好也有小幅回升。估值方面，标普500和道琼斯的风险溢价仍处在较低位置（39%和25%分位），纳斯达克的风险溢价维持中性略偏高的位置（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\\_27140](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27140)

