

风险定价-在高胜率和高赔率的方向两头布局

证券研究报告

2021年10月19日

10月第3周资产配置报告

10月第2周各类资产表现:

10月第2周, 美股指数多数上涨。Wind 全 A 下跌了 0.37%, 成交额 4.7 万亿元, 成交额继续下降。一级行业中, 汽车、有色金属和电力设备新能源涨幅靠前; 建筑、石油石化和电力及公用事业等表现靠后。信用债指数下跌了 0.07%, 国债指数下跌了 0.38%。

10月第3周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——各行业风格的拥挤度差异基本弥合, 在高胜率和 high 赔率的方向两头布局

债券——利率回到 3 字头, 短期胜率继续下降

商品——煤炭供需恢复时间差决定短期仍是紧平衡

汇率——美债实际利率自 9 月底高点已回落近 20bp

海外——通胀预期创八年新高, 今冬油价走向是关键变量

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
liny@tfzq.com

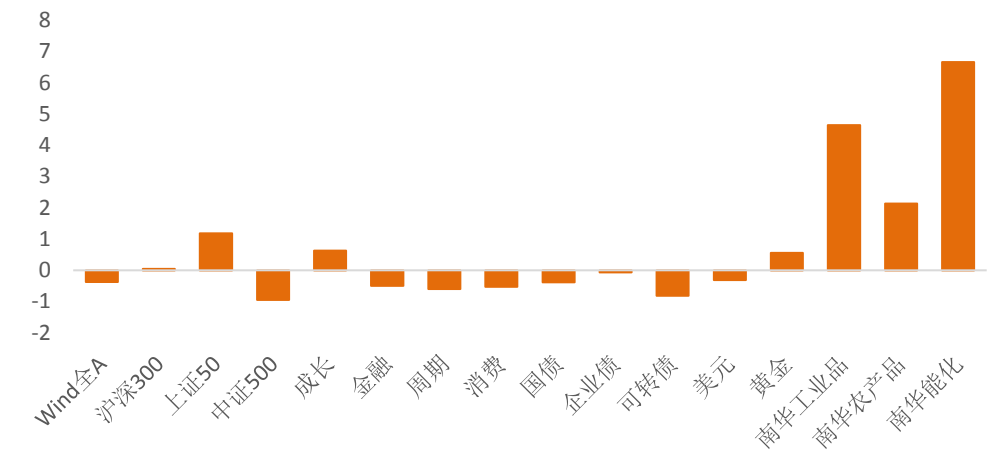
相关报告

1 《宏观报告: 宏观-不容忽视的能源真相》2021-10-18

2 《宏观报告: 宏观-天风问答系列: 如何看待当前的滞胀预期?》2021-10-14

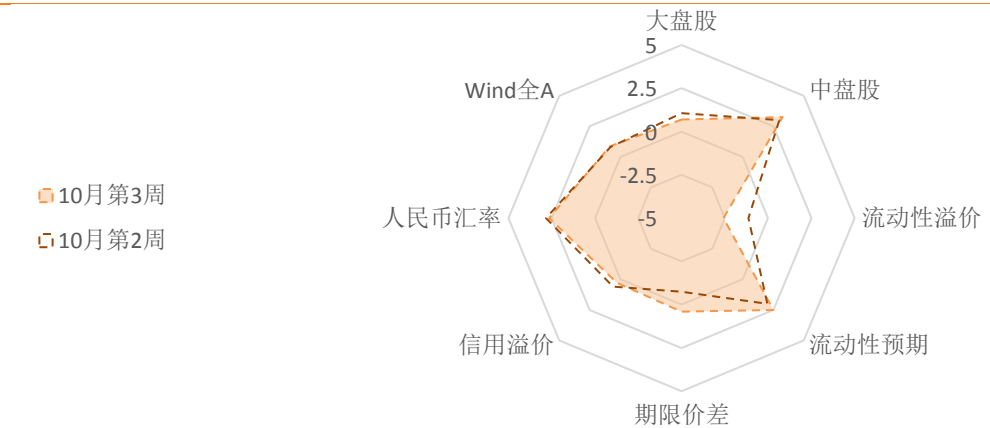
3 《宏观报告: 风险定价-风格分化正在快速收敛-10月第2周资产配置报告》2021-10-13

图 1：10月第2周各类资产收益率(%)



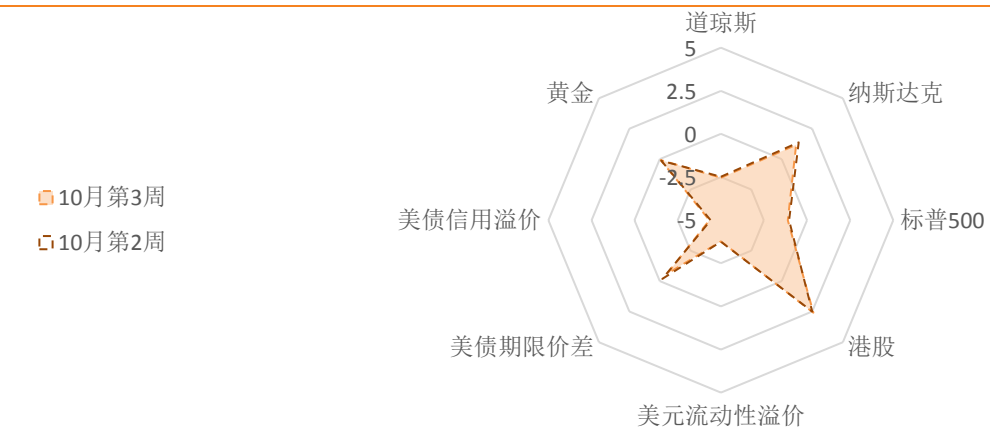
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10月第3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 3：10月第3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：各行业风格的拥挤度差异基本弥合，在高胜率和高赔

率的方向两头布局

10月第2周，A股震荡偏弱，Wind全A周下跌0.37%。成长反弹0.63%，周期、消费和金融下跌0.60%、0.53%和0.49%。大盘蓝筹表现优于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨了1.18%和0.04%，中盘股（中证500）下跌了0.95%（见图1）。从市场的表现来看，滞胀交易（能源、周期、必需消费为主）开始转向衰退交易（成长、金融、高股息为主）。板块方面，各行业风格的拥挤度差异基本弥合，金融、周期和消费股拥挤度均处于中位数附近。周期股和金融股的拥挤度都有所回落（53%和51%分位）；成长股调整后的短期拥挤度降至中低位置（32%分位），与前期基本持平；消费股的拥挤度继续回升，目前已经来到中位数上方。**拥挤度从高到低的排序是：消费~周期~金融>成长。**

由于各行业风格的拥挤度差异基本弥合，投资机会要从基本面里挖掘**高胜率和高赔率**的方向。前者对应**“未来增速高”**，例如保持较高景气度的成长股，盈利增长依然较高；后者对应**“现在很便宜”**，例如低估值的金融和高股息的能源材料等价值股，风险溢价处在历史较高水平，再考虑到政策面或供给面带来的基本面改善，预期收益率较高。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度已经恢复到中性附近（57%和46%分位），中盘股的拥挤度下降较多，降至55%历史分位。但是衍生品市场的情绪较为乐观，中证500的基差升至92%分位，沪深300和上证50基差维持81%和86%分位。

Wind全A的风险溢价与上周持平，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的估值【便宜】。金融风险溢价与前期持平，估值【很便宜】（90%分位），周期和成长维持估值【较便宜】（72%和68%分位），消费风险溢价继续回落10%，估值来到【中性偏便宜】。**风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。**

北向资金周净流入26.93亿，南向资金净流入2.07亿港元，恒生指数的风险溢价维持中性偏高区间，性价比中性略高。

2. 债券：利率回到3字头，短期胜率继续下降

10月第2周，新增专项债发行了244.43亿元，净融资额244.43亿元，发行速度相较9月有所放缓。央行公开市场操作净回笼4600亿，回笼节前投放的跨季资金。10月第2周的流动性溢价回落至24%分位，资金价格较节前有所回落，中长期流动性预期小幅回升（75%分位）。

10月15日央行三季度金融统计数据新闻发布会中提到：“对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利到期等阶段性影响因素，央行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用MLF、公开市场操作等多种货币政策工具”，短期降准的可能性下降。

10月第2周，10年国债利率小幅反弹至2.99%，10月第3周进一步回到3字头。**利率债的短期胜率继续下降，社融增速见底、宽松信号模糊，长端和短端利率没有下行空间，外加9月以来美债利率上升，所以利率有了反弹的动力。**期限价差继续回升（54%分位），久期策略性价比中性，信用溢价与上周基本持平（53%分位），信用债整体性价比中性。

10月第2周，债券市场的情绪并不乐观，利率债和信用债的短期拥挤度进一步向低位回落（34%和28%分位），转债的拥挤度快速降至57%分位，前期的拥挤交易有所松动。

3. 商品：煤炭供需恢复时间差决定短期仍是紧平衡

10月第2周，主要工业开工率涨跌互现：高炉开工率和焦炉生产率下降；钢厂开工率和半钢胎开工率回升。钢材开工率表现消费量继续回落，煤炭港口库存显著低于历史平均水平，电厂库存快速去化。

电价放开浮动比例之后需求回升较快，但供给受山西汛情限制，保供恢复与需求回升

之间存在时间差，煤炭短期继续保持强势。随着保供政策的出台，期货市场对于未来煤炭供需关系改善的预期偏强，动力煤期货价格目前处在深贴水的状态，明年 10 月合约的价格只有近月合约价格的一半。

10 月第 2 周，LME 铜上涨 9.12%，突破一万美金。伦敦金属交易所库存水平创下 1974 年以来的新低。短期的供给扰动仍然是主导价格上涨的主要原因。国内粗铜和精铜加工费与节前基本持平，已经回升至疫情前水平，国内供需矛盾好于海外。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅上升至 60%分位，市场情绪维持中性略乐观。

布伦特油价保持强势，上涨 3.07%，收于 84.92 美元/桶。供给方面，美国原油产能利用率维持不变，产量较上周增加 10 万桶（1140 万桶/天）。长期供给结构的变化和短期自然灾害（热带风暴“帕米拉”将增强为飓风再次袭击墨西哥湾）的双重打击下，美国石油供给恢复偏慢。OPEC 掌握定价权并且拒绝加速退出减产计划，油价短期紧平衡还在延续。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没有变化。

10 月第 2 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【极贵】。

4. 汇率：美债实际利率自 9 月底高点已回落近 20bp

10 月第 2 周，美元指数小幅下跌 0.14%，收于 93.97。美债通胀预期回升至 2.56%，创下 8 年以来的新高，实际利率回落 8 个 BP 至 -0.97%，自 9 月底高点回落近 20 个基点。

现货金价回弹 0.56%，收于 1766.45 美元，COMEX 黄金非商业净多头持仓占比目前维持 30%历史分位，拥挤度不高。

10 月第 2 周，美元兑人民币（在岸）在 6.44 附近窄幅震荡，下跌 0.20%，人民币的短期交易拥挤度处于中高位置（67%分位），情绪中性乐观。

5. 海外：通胀预期创八年新高，今冬油价走向是关键变量

美国 10Y 名义利率维持震荡，收于 1.59%。实际利率下降 8bp 至 -0.97%，通胀预期进一步推高至 2.56%，创下近八年的历史新高。前期名义利率的上升主要是受实际利率的驱动，而从 9 月底开始，实际利率开始小幅回落，通胀预期接棒，继续推高名义利率。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 12%和 7%分位的历史低位。

由于实际利率反弹和美联储释放 Taper 预期有关，实际利率的短期反弹可能会在 11 月议息会议预期落地后阶段性结束。如果油价维持在 80 美元附近，通胀预期稳在 2.5%附近，那么名义利率上升最快的时间段可能已经过去，利率反弹的高点和今年 3 月相近（1.7%）。如果油价受今年寒冬影响超预期上涨到 100 美元附近，通胀预期可能进一步拉

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_28026

