

风险定价-权益市场担忧的两大问题都有缓解

证券研究报告

2021 年 11 月 02 日

11 月第 1 周资产配置报告

10 月第 4 周各类资产表现：

10 月第 4 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 下跌了 0.52%，成交额 5.4 万亿元，成交额继续小幅回升。一级行业中，电力设备及新能源、国防军工和电力及公用事业涨幅靠前；家电、房地产和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨了 0.24%，国债指数上涨了 0.17%。

11 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场担心的两大问题均有缓解

债券——流动性将继续维持较宽松

商品——油气价格高位回落，进入逻辑真空期

汇率——第四波疫情进入上升通道

海外——美国经济增速开始放缓，Taper 的影响料已结束

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

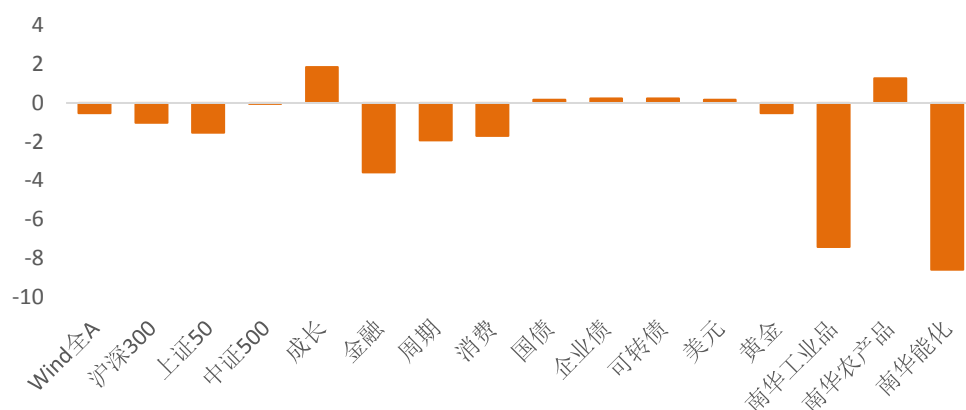
相关报告

1 《宏观报告：风险定价-海外市场的滞胀担忧有所缓解-10 月第 4 周资产配置报告》2021-10-27

2 《宏观报告：宏观-对房地产税的几个重要判断》2021-10-26

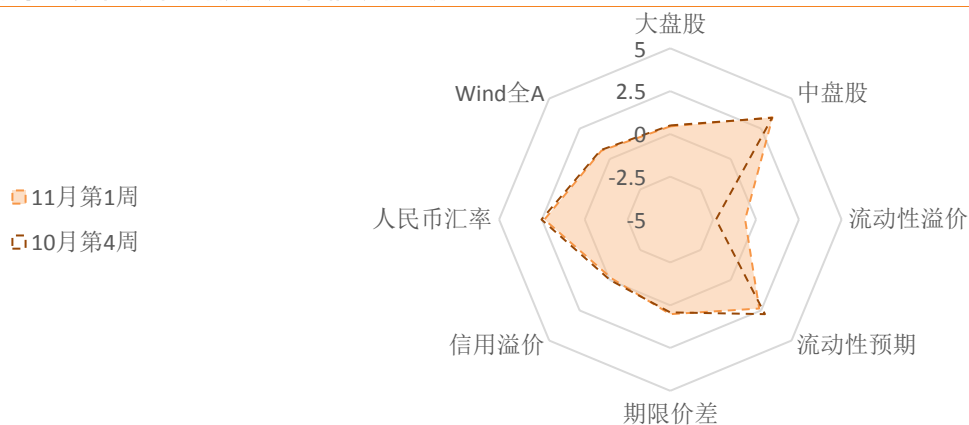
3 《宏观报告：10 月资产配置报告》2021-10-25

图 1：10 月第 4 周各类资产收益率(%)



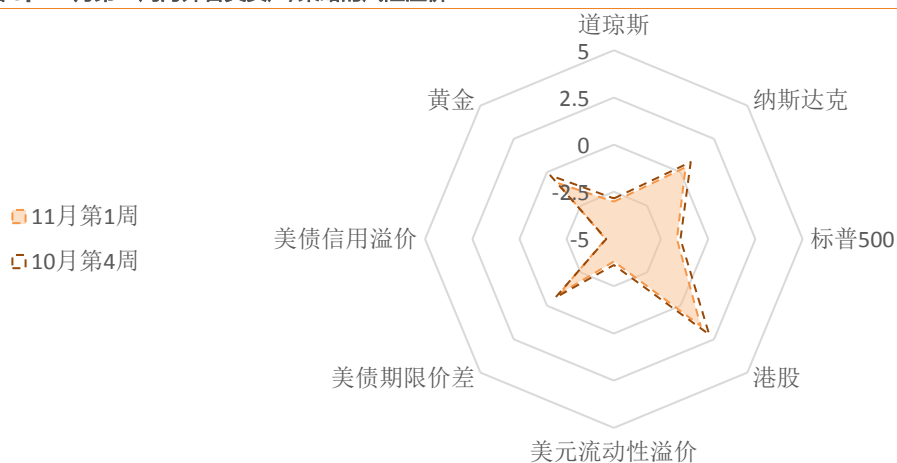
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 月第 1 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 3：11 月第 1 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：市场担心的两大问题均有缓解

个别房企违约带来风险传染和大宗商品价格快速上涨是市场担心的两大问题。随着部分房企恢复生产、美元债利息兑付、叠加近期高层密集吹风，政策底逐渐明朗，房企违约传染的避险情绪有所释放。煤炭价格带动大宗商品价格高位回落，对中下游加速衰退的担忧也有所缓解。国内流动性仍处于偏松水平，同时海外市场对于长期滞胀的担忧下降，风险偏好改善，外资流入回升，当前市场不存在系统性风险。

10 月官方制造业 PMI49.2，在荣枯线下继续下行，经济压力加大。订单类指数全部处于荣枯线以下，除新出口订单指数外，其它订单类指数继续回落，制造业需求不足对企业盈利的制约明显。能源和原材料价格快速上涨，对工业国的利润和消费的抑制较大。**因此经济表现也更接近“衰退”而不是“滞胀”**。衰退宽松的宏观环境下，市场的结构性机会仍然侧重于今年的强趋势方向如新能源、军工等，以及明年的弱改善方向如消费服务等。

10 月第 4 周，A 股震荡回调，Wind 全 A 周下跌了 0.52%，成长上涨 1.85%，金融、周期和消费下跌 3.57%、1.92%和 1.70%。大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌了 1.53%和 1.03%，中盘股（中证 500）小幅下跌 0.05%（见图 1）。

A 股整体情绪指数较上周持平，处在 64%历史分位。行业风格方面，消费股的短期拥挤度处在较拥挤位置（70%）；周期股的拥挤度继续回落，目前处于历史低位（12%）；金融股和成长股的短期拥挤度与上周基本持平，处在 40%和 29%的中低水平。**拥挤度从高到低的排序是：消费>金融>成长>周期**。

市值维度上，大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度维持进一步回升，处于中性附近（68%和 47%分位），中盘股的拥挤度骤降至 19%的历史低位。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证 50>沪深 300>中证 500。衍生品市场对中盘股的情绪有些许降温（中证 500 基差分位数下降了 15 个百分点），对大盘股情绪保持乐观（沪深 300 和上证 50 基差上升至 76%和 83%分位）。

Wind 全 A 估值水平维持【中性偏便宜】（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的风险溢价降至中位数以上，目前处在【中性偏便宜】区间，中证 500 的估值维持【便宜】。金融风险溢价与前期持平，估值【很便宜】（87%分位），周期和成长估值【较便宜】（74%和 67%分位），消费估值【中性】（51%分位）。**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 106.07 亿，北向净流入较多的主要是盈利质量因子较高的股票。南向资金净流出 11.05 亿港币，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：流动性将继续维持较宽松

10 月第 4 周，地方专项债新发 2701.63 亿元，净融资额 2681.13 亿元，发行速度较前两周明显提升，10 月全月专项债发行量与 8 月相当。10 月 22 日，财政部明确 2021 年新增专项债额度“尽量在 11 月底前发行完毕”，目前仍剩 8000 亿额度。

10 月第 4 周，央行公开市场操作净投放 6800 亿，但受跨月影响，流动性溢价回升至 44%分位【中性较宽松】水平。中长期流动性预期较前期有所下降，但目前仍处在中高位置（73%分位）。10 月 PMI 继续下行，**三季度 GDP 增速也已经回落到潜在增速下方，预计流动性环境将继续维持【较宽松】水平**。

10 月第 4 周，期限价差与上周基本持平（55%分位），久期策略性价比中性，信用溢价维持中位数附近（49%分位），信用债整体性价比中性。

10 月第 4 周，债券市场整体悲观的情绪继续蔓延，利率债和转债的短期拥挤度已经回落到了 20%和 17%分位，信用债情绪短期拥挤度维持在中低位置（25%分位）。

3. 商品：油气价格高位回落，进入逻辑真空期

10 月第 4 周，主要工业开工率涨跌互现。工业品价格跌幅较大，动力煤、焦煤、硅

铁等品种跌幅继续超过 20%，铜铝锌等基本金属价格也有不同程度下跌，悲观情绪在工业品中进一步蔓延。

10 月第 4 周，LME 铜小幅回调 1.65%，收于 9544 美元/吨。铜目前供需双弱，国内和国际交易所的铜库存仍在去化，库存较低给了铜价一定支撑，铜价短期大概率维持震荡偏弱的局面。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持 66%分位，市场情绪维持中性偏乐观。

据新华社报道，普京 10 月 27 日指示俄罗斯国有天然气生产商增加在欧洲的天然气库存。一定程度上缓解了欧洲能源危机进一步加剧的预期，天然气价格回调。油气前期的涨价因素均有定价，价格高位回落后进入逻辑真空期，进一步上涨需要出现新的驱动因素。

布伦特油价高位回落 2.34%，收于 83.53 美元/桶。供给方面，美国原油产能利用率小幅回落，产量与上周持平（1130 万桶/天），美国原油库存（不含战略储备）小幅下降。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度突破 8%，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。**

10 月第 4 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【极贵】。

4. 汇率：第四波疫情进入上升通道

美国新增确诊下降趋势连续两周停滞，英国、德国和俄罗斯等国新增人数处在上升通道中。10 月第 4 周，美债实际利率收于-0.96%，与上周基本持平，美元指数上涨 0.56%，回到 94 以上（94.14）。

10 月第 4 周，美元兑人民币（在岸）止跌回弹，上涨 0.22%，收于 6.40，人民币的短期交易拥挤度回升至较高位置（77%分位），情绪较乐观。外资流入与流出中国市场（股票和债券）基本持平，金融市场资金流向对人民币影响中性。

5. 海外：美国经济增速开始放缓，Taper 的影响料已结束

3 季度美国经济增速放缓，消费约占美国 GDP 的三分之二，3 季度美国消费环比折年率放缓至 1.6%（前值 12%），拖累 3 季度 GDP 环比折年放缓至 2.0%。疫情过后，线下和旅游服务业继续恢复，但前期过度消费的耐用消费品走向回落，10 月密歇根大学消费者信心指数初值继续回落至 71.4。

10 月第 4 周，10 年期盈亏平衡通胀预期先升至 2.69%，后随着油气价格调整回落至 2.51%，仍处于历史高位。10 年期美债利率回落至 1.55%，主要受通胀预期回落带动。美债期限溢价维持在 41%分位，**熊平仍在继续**。目前，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 12%和 4%分位的历史低位。

财政方面，拜登基建计划的立法前景仍存不确定性。货币方面，市场确信联储将在

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_28658

