

风险定价-复苏交易的确定性排序

证券研究报告

2021 年 11 月 16 日

11 月第 3 周资产配置报告

11 月第 2 周各类资产表现：

11 月第 2 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 2.27%，成交额 5.3 万亿元，成交额小幅下降。一级行业中，房地产、国防军工和综合金融涨幅靠前；消费者服务、煤炭和食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨了 0.06%，国债指数下跌了 0.09%。

11 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易的确定性排序

债券——央行加大净投放维持流动性合理充裕

商品——白宫表态将动用一切能源手段解决高油价

汇率——美国跟随欧洲开始进入第四波疫情周期

海外——通胀压制消费信心，供给型通胀下联储面临两难

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

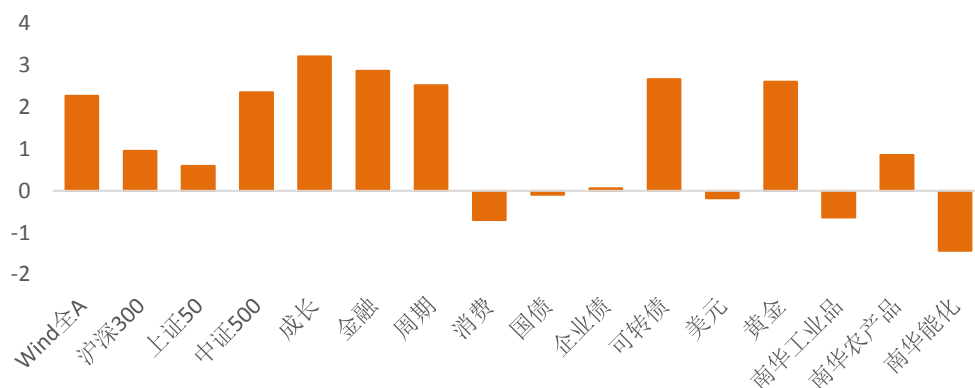
相关报告

1 《宏观报告：COP26 气候协定：以退为进》2021-11-15

2 《宏观报告：宏观-六问六答：关于房地产投资和房企风险问题》2021-11-12

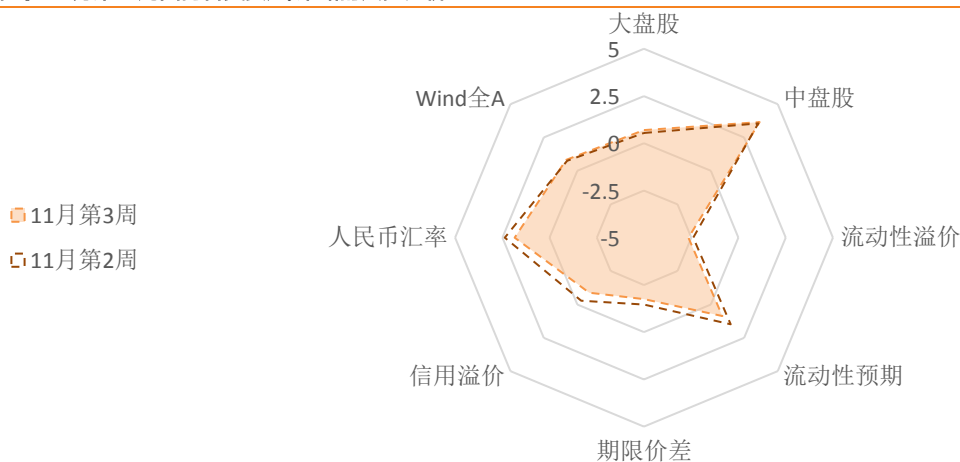
3 《宏观报告：宏观-碳减排工具的意义和影响》2021-11-09

图 1：11 月第 2 周各类资产收益率(%)



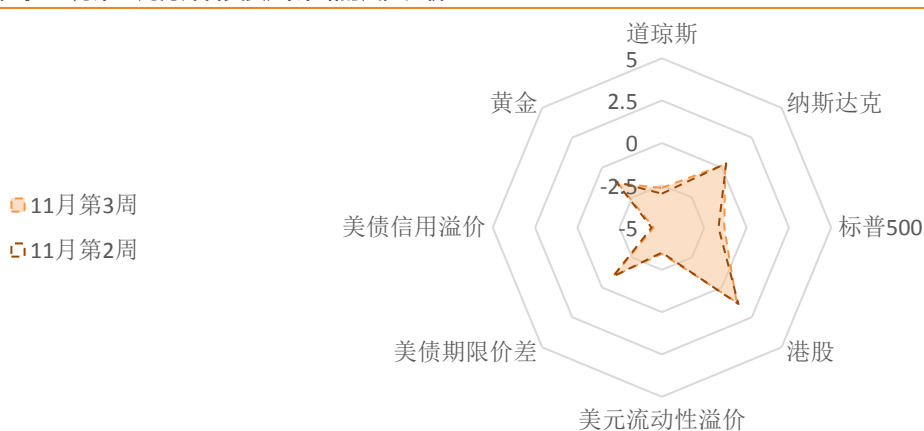
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 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：复苏交易的确定性排序

9 月底以来，房地产的短期政策底陆续出现。9 月底，央行、银保监会联合召开房地产金融工作会，要求“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”；10 月中旬，3 季度央行发布会提到“部分金融机构对‘三线四档’融资管理规则存在一些误解，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款”；10 月下旬，国务院副总理刘鹤在金融街论坛表示“合理的资金需求正在得到满足”，央行副行长潘功胜提到“风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正”。11 月 9 日，银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，部分房企计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具。11 月 10 日，人民银行公布 10 月个人住房贷款余额，比 9 月多增 1013 亿元。

但是截至目前，房企融资环境的改善尚不明显，此前融资大幅收紧叠加近期预售资金监管，房企资金周转压力加大，拿地/开工意愿疲弱，成交土地溢价率持续处于冰点，这将进一步推动土储去化，新开工继续负增长，房地产投资增速维持加速下滑的状态。未来房地产投资的改变，既需要继续观察销售改善的持续性和弹性，也要注意地方加强预售资金监管和各个去杠杆环节的政策面能否发生调整。

在近期房地产销售和信贷政策的密集催化下，房地产行业指数 11 月第 2 周上涨了 8.56%，领涨一级行业指数，风险偏好在下降后出现快速修复，但是房地产行业还没有到交易基本面改善的时候。最近市场开始提前交易明年业绩改善的方向，比如汽车缺芯缓解、必需消费涨价等，但对地产银行有较大分歧，市场表现偏博弈。

明年有基本面改善预期的行业主要分为两类：供给恢复、需求改善。有供给恢复的代表性行业是汽车：10 月乘用车零售销量同比增速-14.1%，比 9 月增速-17.4%小幅改善，11 月前 7 日增速-9%继续改善。近期缺芯问题有持续改善的迹象，乘联会预期 10 月芯片供给环比 9 月改善 20%。

需求改善有三种可能：一是政策刺激或监管放松带来的行业性修复、二是原材料价格回落带来的消费能力恢复、三是疫情结束带来的消费场景恢复。目前三者皆存在预期，但时间和幅度尚不清晰。逻辑相对清晰的是必需消费品存在上游价格传导下的涨价，10 月 CPI 同比 1.5%略超预期，另外近期猪价反弹基本确认了底部区间。

所以综合来看，在复苏交易的确定性排序上：必需消费涨价、供给恢复>消费需求改善、地产政策见底>地产基本面见底。

11 月第 2 周，A 股整体反弹，Wind 全 A 周上涨了 2.27%，成长延续上涨态势，涨幅达 3.21%，金融、周期也分别上涨了 2.87%和 2.52%，消费小幅回调 0.70%。市值因子上，中盘股占优大盘蓝筹，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 0.60%和 0.95%，中盘股（中证 500）上涨了 2.36%（见图 1）。

A 股整体情绪指数维持中高水平（62%分位）。行业风格方面，成长股的短期拥挤度有所回升，目前已经来到中位数上方（55%分位）；消费股的短期拥挤度回落至中性偏低水平（42%分位）；金融股的拥挤度与上周基本持平（32%分位）；周期股的拥挤度小幅回升，但仍处在历史较低位置（17%分位）。拥挤度从高到低的排序是：成长>消费>金融>周期。

市值维度上，大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度进一步回落，处在 52%和 42%分位，中盘股的拥挤度小幅上升至 26%分位。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。衍生品市场保持较为乐观的情绪，中证 500、沪深 300 和上证 50 基差都处在 75%分位以上的较高位置。

Wind 全 A 估值水平维持【中性偏便宜】（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的风险溢价与前期基本持平，目前处在【中性偏便宜】区间，中证 500 的估值维持【便宜】。金融的估值维持【很便宜】（91%分位），周期风险溢价小幅上升，估值【较便宜】（80%分位），成长估值【较便宜】（68%分位），消费估值【中性】（49%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

北向资金周净流出 26.91 亿，其中 11 月 10 日净流出 118.10 亿元，但次日北向资金就重回净买入（86.10 亿元）。南向资金净流出 53.68 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：央行加大净投放维持流动性合理充裕

11 月以来专项债发行陷入停滞，目前看来今年新增专项债券额度想要在 11 月底前发行完毕难度较大。专项债发行速度不及预期的原因主要是因为项目进度缓慢。专项债项目的进展与质量不及预期导致了资金闲置、使用效率低下等等问题的出现。近几年中东部地方的审计工作报告中显示闲置的专项债资金平均占到发行额度的 10% 左右。考虑到其他未公布相关信息的中西部省市的匹配专项债项目可能更为短缺，全国整体的资金闲置问题可能更加严重。

11 月第 2 周，央行加大公开市场投放力度，累计净投放 2800 亿，政府债券发行规模较小，流动性边际改善，存单利率跟随小幅下行。流动性溢价维持在【较宽松】水平（24%分位）。中长期流动性收紧的预期较前期有所减弱，互换利差继续下降至 59%分位。

期限价差维持在 32%的中低水平，久期策略性价比中低。10 年期国债利率小幅反弹至 2.94%。信用溢价回落到中位数下方（41%分位），随着地产融资开始解冻，信用债整体性价比有小幅下降。内部分化继续，中低评级信用债估值较便宜，而高评级信用债较贵。11 月第 2 周，债券市场整体情绪有所回温，利率债、信用债和转债情绪短期拥挤度均上升到中低位置，分别处在 31%、38%和 39%分位。

3. 商品：白宫表态将动用一切能源手段解决高油价

11 月第 2 周，主要工业开工率涨跌互现，唐山钢厂高炉开工率和半钢胎开工率环比回升，焦炉生产率和 PTA 开工率环比回落。工业品价格涨跌互现，螺纹钢价格止跌企稳，热轧卷板小幅下跌 0.48%；有色整体上涨，铜、铝、锌环比上涨 1.4%、3.4%、1.5%；焦煤、焦炭价格环比回调 7.97%、3.09%。

11 月第 2 周，LME 铜震荡上涨 2.39%，收于 9746 美元/吨。内外库存较低给了铜价一定支撑，叠加房地产融资环境的好转短期推动与地产相关的大宗商品价格走势。但全球需求回落的大趋势基本确定，预计铜价大概率维持震荡的局面。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。

美国通胀高企，拜登表示将动用“一切可能的手段”来解决高油价的问题。目前来看，释放战略石油储备（SPR）可能是可行性最高的方式。除此之外，月底美国和伊朗的谈判也是油价潜在的风险点。原油前期的利多因素已经基本定价，投资者观望情绪加剧。11 月第 2 周，布伦特油价下跌 0.95%至 81.95 美元/桶。美国原油库存（不含战略储备）小幅下降。美国原油产量维持在 1150 万桶/天。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度回落到 4%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。

11 月第 2 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：美国跟随欧洲开始进入第四波疫情周期

11 月第 2 周，法国德国新增确诊人数上升势头迅猛，美国新增人数也开始跟随欧洲确诊人数上升，11 月 12 日新增确诊人数超 14 万，创下一个月以来的新高。这一波秋冬疫情，欧洲再次走在北美之前，新冠有可能出现第四波疫情周期。11 月第 2 周，美债实际利率下降 6bp，收于 -1.15%，接近历史低点。通胀数据仍然在强化市场对联储加快退出宽松的担忧，美元指数上破 95，上涨 0.95%至 95.12，创下 2020 年 7 月以来的新高。

伦敦现货金价持续走高，截止 12 日，11 月已经累计上涨 4.6%，其中 11 月第 2 周，伦敦金现上涨 2.60%，收于 1864.74 美元。11 月议息会议之后美债实际利率加速回落是金价上涨的主要推手。近期黄金和美元同时上涨的情况在历史上并不多见，主要原因是短期美国通胀持续超预期，市场对于联储货币政策取向存在争议。待联储态度更加明确之后，美元和黄金走势可能重新开始分化。

11 月第 1 周，美元兑人民币（在岸）下跌 0.36%，收于 6.38，人民币的短期交易拥挤度维持较拥挤水平（87%分位），情绪较乐观。外资持续净流入中国市场（股票和债券），金融市场资金流向对人民币影响中性偏利好。

5. 海外：通胀压制消费信心，供给型通胀下联储面临两难

11 月第 2 周，和消费有关的数据均超预期，10 月 CPI 同比 6.2% 高于预期，11 月密歇根大学消费者信心指数 66.8 低于预期。**供给型通胀下，联储面临两难**：如果过早退出宽松，则引发经济衰退；如果不退出宽松，财政补贴带来的就业市场恢复缓慢又会引发滞胀，甚至可能出现通胀螺旋上升的情况，最后又不得不大幅紧缩。这次由疫情引发的供给型通胀能否随劳动力市场恢复得到缓解，是决定明年联储退出宽松速度的关键变量。

11 月第 2 周，美债 10 年期名义利率上行 13bp 至 1.58%，10 年期盈亏平衡通胀预期大幅上升 19bp 至 2.73%，触及 2005 年 3 月以来的最高水平，10 年期实际利率下行至历史地点附近。美债期限溢价维持在 41% 分位。目前，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 15% 和 5% 分位的历史低位。

本周美股的风险偏好再次快速下降，目前标普 500 和道琼斯的风险溢价小幅反弹（37% 和 23% 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_29551

