

# 风险定价-未来交易逻辑会如何变化?

证券研究报告

2021年11月23日

## 11月第4周资产配置报告

11月第4周各类资产表现:

11月第3周, 美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨了 0.62%, 成交额 5.5 万亿元, 成交额小幅提升。一级行业中, 纺织服装、交通运输和国防军工涨幅靠前; 房地产、非银行金融和综合金融等表现靠后。信用债指数上涨了 0.09%, 国债指数上涨了 0.12%。

11月第4周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——“稳增长”的政策诉求进一步强化

债券——市场情绪回升至中性水平以上

商品——第四波疫情压制商品需求

汇率——美元指数突破 96

海外——众议院通过 1.75 万亿法案

**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

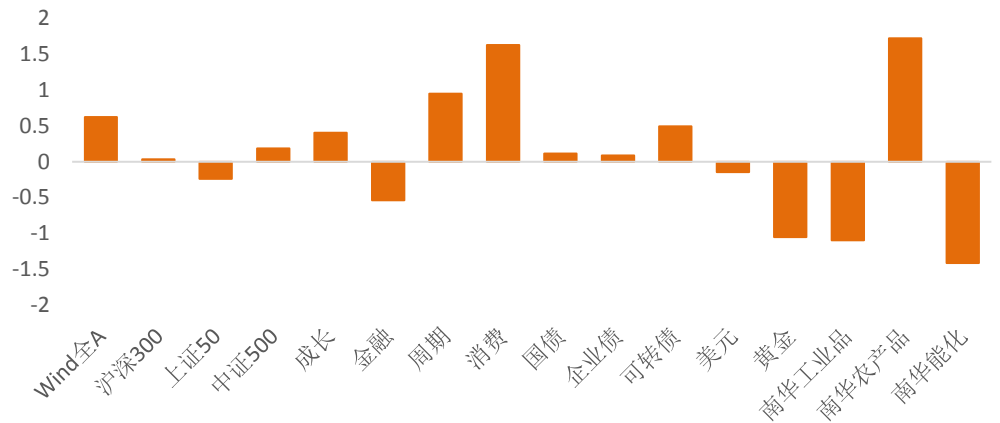
相关报告

1 《宏观报告: 六问六答: 年内新高后, 美元指数怎么走?》2021-11-22

2 《宏观报告: 各行业供应瓶颈梳理和紊乱度排序》2021-11-20

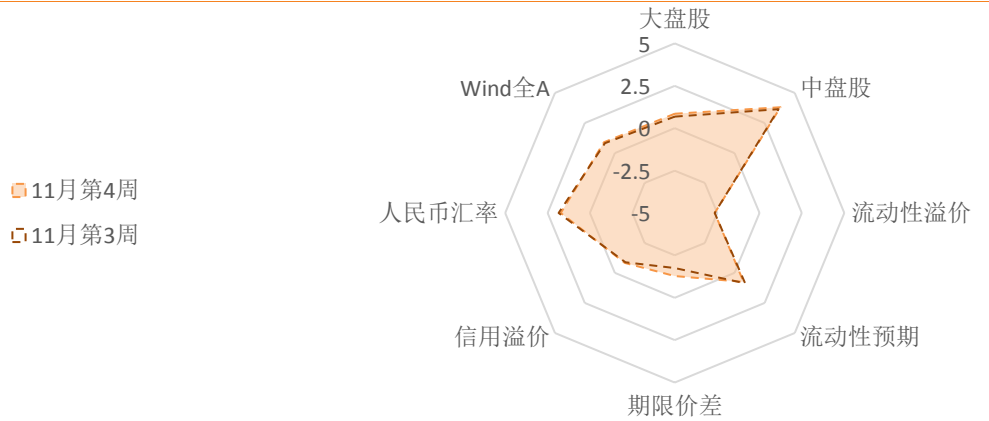
3 《宏观报告: 美国消费回落与进口强劲之谜-美国消费回落与进口强劲之谜》2021-11-20

图 1：11 月第 3 周各类资产收益率(%)



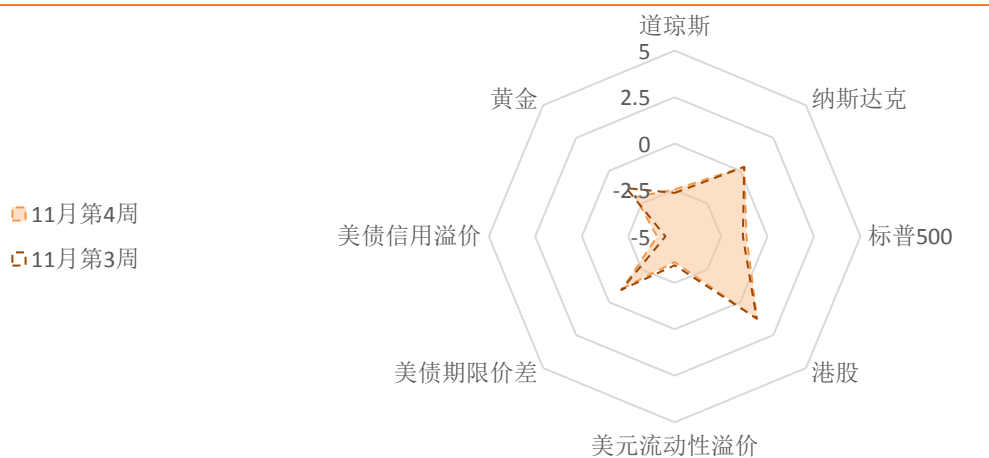
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 月第 4 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：“稳增长”的政策诉求进一步强化

11月19日，央行三季度货币政策执行报告中指出“保持经济平稳运行的难度加大”、“经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约”。11月18日，国务院总理李克强在专家和企业家经济形势座谈会上也指出“当前国内外形势依然复杂严峻，我国经济出现新的下行压力，要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战”。

7月30日政治局会议提出“做好宏观政策跨周期调节”、“统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间”以来，“稳信用”、“稳增长”的政策诉求一直在强化。

7月15日全面降准后，货币政策以结构性工具为主，维持流动性的合理充裕。11月8日，央行创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具。11月17日，国常会宣布将设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，下半年流动性溢价一直在12%-50%分位的中低区间内震荡，流动性环境整体较宽松。因此**四季度至今，市场的交易逻辑是衰退+宽松**，成长股和利率债表现较好。

**未来交易逻辑会如何变化？**关注两个拐点，一是稳增长政策转化出信用扩张的效果，表现为信贷余额增速回升、利率反弹，一般而言信用扩张利好价值股。二是经济下行压力减弱至逐渐企稳，一般而言经济下行期大盘股更抗跌，经济企稳时大盘股先修复，经济上行期小盘股的修复弹性更大。所以今年底到明年，市场风格可能经历“成长-大盘价值-小盘价值-成长”的变化。

11月第3周，A股窄幅震荡，Wind全A周上涨了0.62%，成长、周期延续上涨态势，涨幅0.41%、0.95%，消费反弹了1.63%，金融小幅回调0.54%。市值因子区分度不高，大盘股方面，上证50下跌0.24%，沪深300上涨0.03%；中盘股（中证500）上涨了0.19%（见图1）。

A股整体情绪指数继续回升，目前处在中高水平（69%分位）。行业风格方面，成长股的短期拥挤度上升至中性偏拥挤状态（64%分位）；消费、金融和周期股的短期拥挤度维持在前期的较低水平（38%分位、32%分位和23%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，目前已来到中位数下方（44%和42%分位），中盘股的拥挤度回升至36%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。**衍生品市场情绪继续升温，中证500的基差已经到了93%的历史高位，沪深300和上证50基差维持81%和86%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】（92%分位），周期风险溢价继续上升，估值【便宜】（83%分位），成长估值【较便宜】（69%分位），消费估值【中性】（47%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111.84亿，北上情绪大幅回暖。南向资金净流出23.38亿港元，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：市场情绪回升至中性水平以上

11月第3周，新增专项债发行了1381.01亿元，净融资额1348.52亿元，发行速度较前两周有所提升，但目前来看，11月底前发行完全年专项债不太实际。央行公开市场操作净回笼900亿，**流动性溢价维持在【较宽松】水平（24%分位）。中长期流动性预期与上期基本持平（57%分位）。**

**期限价差小幅回升（37%分位），久期策略性价比中低。信用溢价与上周持平，目前处在中位数下方（42%分位），内部分化继续**，中低评级信用债估值较便宜（风险溢价处在70%分位左右），而高评级信用债较贵（风险溢价处在10%分位左右的低位）。

11月第3周，**债券市场整体情绪继续回升**，利率债和转债的情绪短期拥挤度已经站上中位数，处在53%、63%分位；信用债的短期拥挤度也在中位数附近（48%分位）。

### 3. 商品：第四波疫情压制商品需求

11月第3周，主要工业开工率多数上涨，唐山钢厂高炉开工率和半钢胎开工率环比回升，PTA开工率环比不变，焦炉生产率环比下降。工业品价格涨跌互现，螺纹钢价格环比上涨0.85%，热轧卷板下跌1.9%；有色价格窄幅震荡，铜环比上涨0.6%，铝、锌环比下跌0.6%、1.6%；焦煤、焦炭价格大幅下挫15.6%、5.1%。

11月第3周，LME铜震荡回调0.62%，收于9651美元/吨。国内地产开工销售持续走低，美国也处在补库存周期的顶部附近，全球进入第四轮疫情高发期，全球需求下行趋势较为明朗，前期铜价大涨也主要是受大机构挤仓的影响，挤仓结束后铜价可能开始承压。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅回落至58%分位，市场情绪维持中性偏乐观。

欧洲遭遇新一波疫情冲击，奥地利宣布重启全国封锁并成为首个强制接种的欧洲国家，德国对未接种人士实行限制的更严格防疫措施后警告，不排除锁国等一切防疫可能。欧美疫情再次告急引发市场对需求受创的担忧，前期表现突出的原油首当其冲承压。

11月第3周，布伦特油价下跌4.27%至78.66美元/桶。供给方面，美国原油产能利用率有所提升，产量较上周减少10万桶（1140万桶/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。

11月第3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：美元指数突破96

11月第3周，欧洲新增确诊人数曲线进一步走陡，英美的确诊人数曲线走在德国、法国和意大利等国之后，但近期抬头的趋势也较为明显。美国周度确诊人数从十月底50万左右的低位重新回升至70万附近。进入冬季，新冠基本上可以确定进入第四波疫情周期。目前来看本轮疫情欧洲相较美国更加严峻，近期拉加德强调“欧央行明年不太可能满足加息的条件”，美元指数一路走高升破96，上涨1.00%至96.06。

11月第3周，美债实际利率上行4bp，收于-1.11%；伦敦现货金价震荡回落1.02%，收于1845.75美元。美债实际利率回落告一段落，黄金止住上涨趋势。前期美元与黄金同涨主要是市场对于通胀高企联储态度存在博弈。后续联储是否会加快退出QE甚至提前加息决定美元和黄金走势后期是否会开始分化。

11月第3周，美元兑人民币（在岸）小幅下跌0.06%，收于6.39，人民币的短期交易拥挤度维持较拥挤水平（85%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：众议院通过1.75万亿法案

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\\_29965](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29965)

