



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2021 年 11 月 25 日

分析师：廖旦

Tel: 17722658417

E-mail: liaodan@shzq.com

SAC 编号: S0870521110003

相关报告:

关注发达经济体货币政策调整带来的外部冲击——大类资产配置周度观察（2021-11-19）

■ 主要观点

海外通胀进一步走高，对“加息”预期产生分化。在全球通胀持续走高之际，全球主要央行们对于未来是否需要加息产生了分歧。目前市场对美联储、英国央行和新西兰联储等央行的加息行动抱有期待，而欧洲央行、日本央行和澳洲联储则在极力打击市场对这些地区的加息预期。美国方面，由于民众假期购物季提前，尽管对生活成本上涨的担忧使得消费者信心降至 10 年来最低水平，但较高的通胀水平尚未抑制支出，主要是得益于强劲的股市和房价，以及大量储蓄和薪资增长。上周公布的美国零售销售数据显示，美国 10 月零售销售月率录得 1.7%，创今年 3 月以来新高。尽管零售总额远高于疫情前的水平，但近期通胀导致的消费者信心崩溃，可能导致未来需求放缓。好于预期的零售销售数据，助推了市场对美联储加息的预期。包括美联储副主席克拉里达、理事沃勒在内的一些官员近期也释放出加快缩债步伐的信号，而一旦结束缩债，接下来美联储势必将开启加息大门。欧洲方面，英国最新的 CPI 数据再度飙升，超过央行目标 1 倍多，创十年以来新高。叠加就业数据向好，失业率下滑，强化了英国加息的预期。日本方面，第三季度日本实际 GDP 环比下降 0.8%，按年率计算下降 3%。经济增速再度“由正转负”，萎缩幅度超出预期，让日本经济复苏再添难度。为应对经济下滑，日本政府在周五（11 月 19 日）决定推出总规模达 78.9 万亿日元的新一轮经济刺激计划。欧洲天然气价格再次飙升，因为始自俄罗斯的北溪 2 号输气管道审批程序被推迟，该管道目前可能要到明年 3 月才会投入使用。全球能源价格飙涨已传导至通胀，尽管欧洲央行拉加德承认，通胀飙升的幅度和持续时间将超出预期，但她极力压制市场对欧洲央行的加息预期。拉加德认为明年通胀会消退，还表示在能源和燃料价格上涨挤压购买力之下，在时机未成熟时收紧融资条件是不可取的，将对经济复苏构成不必要的阻力。

国内货币“稳字当头”，市场“优胜劣汰”，北交所主题基金火热。央行发布三季度货币政策执行报告强调，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。沪深交易所发布营业收入扣除指南，明确财务类退市指标中营业收入具体扣除事项，精准打击空壳公司，力求实现“应退尽退”。根据退市新规，2021 年年报披露后，上市公司若首次触及“净利润+营业收入”指标，将被实施退市风险警示。已经被实施

退市风险警示的公司，2021 年若继续触及退市指标，将直接退市。首批 8 只北交所主题基金发售首日便受到市场追捧，仅用半天时间便售罄，最终仅发售一天便提前结束募集。据渠道方消息，最终 8 只基金募集资金约在 170 亿元左右，其中汇添富北交所主题基金获得超 50 亿元资金认购，华夏基金获得超 30 亿元资金认购；易方达、大成基金认购资金均超过 20 亿元；其他几只均吸引超 10 亿元资金。

投资建议

从国外国内经济形势来看，当前供需格局将有所改善，但短期仍面临压力，预期国内通胀先于海外回落；经济是否从新冠疫情中解封仍然面临较大不确定性；发达国家缩表后加息意愿表现分化。如果通胀预期正在见顶，首先可以确定大宗商品的顺序，规避供需格局改善较快的品种。基于风险溢价模型分析，风险溢价处于历史中枢附近，不存在明显的股债性价比。从大类资产战术配置角度，预计国内资产配置顺序为：现金/债>股>大宗商品。

■ 风险提示

监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

目录

一、关注发达经济体货币政策调整带来的外部冲击	4
二、各类资产表现回顾	5
1. 权益市场：发达市场表现好于新兴市场	5
2. 商品市场：海外疫情，国内“保供”	7
3. 债券市场：中美表现分化	10
4. 外汇市场：美元指数走强	13
三、下周重要事项	14
四、风险提示	14

图

图 1 风险溢价模型：不存在明显的股债性价比	5
图 2 发达市场周涨跌幅（%）	6
图 3 新兴市场主要指数一周涨跌幅（%）	7
图 4 我国 A 股板块周涨跌幅（%）	7
图 5 国债到期收益率周变化	10
图 6 不同期限下的国债到期收益率（%）	11
图 7 不同期限下的国债到期收益率（%）	11
图 8 美国国债到期收益率周变化	12
图 9 不同期限下的美国国债到期收益率（%）	12
图 10 不同期限下的美国国债到期收益率（%）	12

表

表 1 全球发达市场指数表现	6
表 2 新兴市场主要指数一周涨跌幅（%）	8
表 3 国内商品行情情况（%）	8

一、关注发达经济体货币政策调整带来的外部冲击

海外市场：通胀进一步走高，对“加息”产生分化。在全球通胀持续走高之际，全球主要央行们对于未来是否需要加息产生了分歧。目前市场对美联储、英国央行和新西兰联储等央行的加息行动抱有期待，而欧洲央行、日本央行和澳洲联储则在极力打击市场对这些地区的加息预期。**美国方面**，由于民众假期购物季提前，尽管对生活成本上涨的担忧使得消费者信心降至 10 年来最低水平，但较高的通胀水平尚未抑制支出，主要是得益于强劲的股市和房价，以及大量储蓄和薪资增长。上周公布的美国零售销售数据显示，美国 10 月零售销售月率录得 1.7%，创今年 3 月以来新高。尽管零售总额远高于疫情前的水平，但近期通胀导致的消费者信心崩溃，可能导致未来需求放缓。好于预期的零售销售数据，助推了市场对美联储加息的预期。包括美联储副主席克拉里达、理事沃勒在内的一些官员近期也释放出加快缩债步伐的信号，而一旦结束缩债，接下来美联储势必将开启加息大门。**欧洲方面**，英国最新的 CPI 数据再度飙升，超过央行目标 1 倍多，创十年以来新高。叠加就业数据向好，失业率下滑，强化了英国加息的预期。

日本方面，第三季度日本实际 GDP 环比下降 0.8%，按年率计算下降 3%。经济增速再度“由正转负”，萎缩幅度超出预期，让日本经济复苏再添难度。为应对经济下滑，日本政府在周五（11 月 19 日）决定推出总规模达 78.9 万亿日元的新一轮经济刺激计划。欧洲天然气价格再次飙升，因为始自俄罗斯的北溪 2 号输气管道审批程序被推迟，该管道目前可能要到明年 3 月才会投入使用。全球能源价格飙涨已传导至通胀，尽管欧洲央行拉加德承认，通胀飙升的幅度和持续时间将超出预期，但她极力压制市场对欧洲央行的加息预期。拉加德认为明年通胀会消退，还表示在能源和燃料价格上涨挤压购买力之下，在时机未成熟时收紧融资条件是不可取的，将对经济复苏构成不必要的阻力。

国内市场：货币“稳字当头”，市场“优胜劣汰”，北交所主题基金火热。央行发布三季度货币政策执行报告强调，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。沪深交易所发布营业收入扣除指南，明确财务类退市指标中营业收入具体扣除事项，精准打击空壳公司，力求实现“应退尽退”。根据退市新规，2021 年年报披露后，上市公司若首次触及“净利润+营业收入”指标，将被实施退市风险警示。已经被实施退市风险警示的公司，2021

年若继续触及退市指标，将直接退市。首批 8 只北交所主题基金发售首日便受到市场追捧，仅用半天时间便售罄，最终仅发售一天便提前结束募集。据渠道方消息，最终 8 只基金募集资金约在 170 亿元左右，其中汇添富北交所主题基金获得超 50 亿元资金认购，华夏基金获得超 30 亿元资金认购；易方达、大成基金认购资金均超过 20 亿元；其他几只均吸引超 10 亿元资金。

投资建议：从国外国内经济形势来看，当前供需格局将有所改善，但短期仍面临较大压力，预期国内通胀先于海外回落；经济是否从新冠疫情中解封仍然面临较大不确定性；发达国家缩表后加息意愿表现分化。如果通胀预期正在见顶，首先可以确定大宗商品的顺序，规避供需格局改善较快的品种。基于风险溢价模型分析，风险溢价处于历史中枢附近，不存在明显的股债性价比。从大类资产战术配置角度，预计国内资产配置顺序为：现金/债>股>大宗商品。

图 1 风险溢价模型：不存在明显的股债性价比



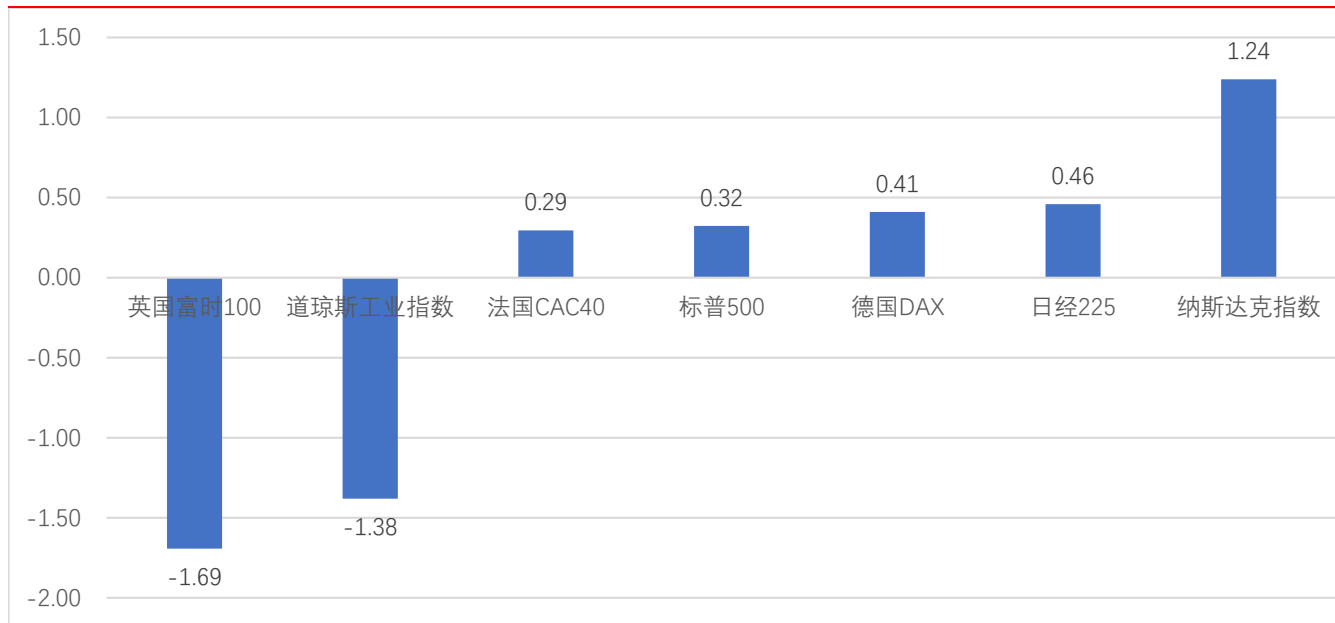
数据来源：Wind，上海证券研究所

二、各类资产表现回顾

1. 权益市场：发达市场表现好于新兴市场

发达市场方面，纳斯达克表现出色，上涨 1.24%，整体美股偏成长风格，道琼斯工业指数下跌 1.38%。英国富时 100 周涨跌幅为 -1.69%，在所列 7 个指数中排名最后。其他指数表现相对平淡。

图 2 发达市场周涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

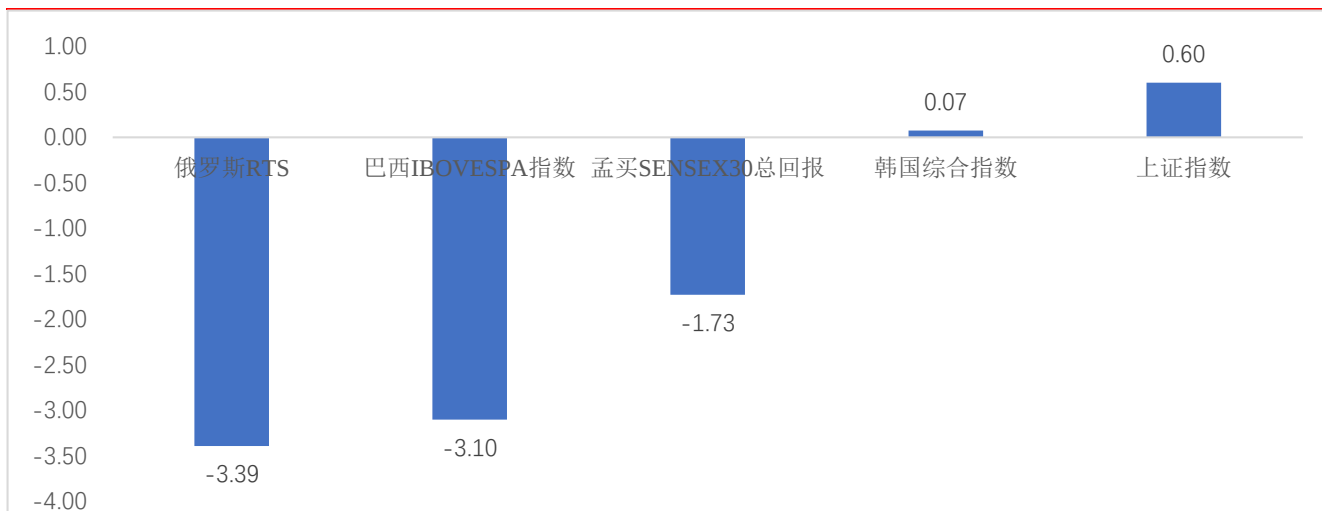
表 1 全球发达市场指数表现

代码	指数	一周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	YTD 涨幅 (%)
FTSE.G I	英国富时 100	-1.69	-0.19	11.81
DJI.GI	道琼斯工业 指数	-1.38	-0.61	16.32
FCHI.G I	法国 CAC40	0.29	4.13	28.12
SPX.GI	标普 500	0.32	2.01	25.08
GDAXI.GI	德国 DAX	0.41	3.00	17.79
N225.G I	日经 225	0.46	2.95	8.39
IXIC.G I	纳斯达克指 数	1.24	3.61	24.59

数据来源: Wind, 上海证券研究所

新兴市场跌多涨少。我国上证指数上涨 0.6%，韩国综合指数微涨。孟买、巴西、俄罗斯市场均表现下跌。

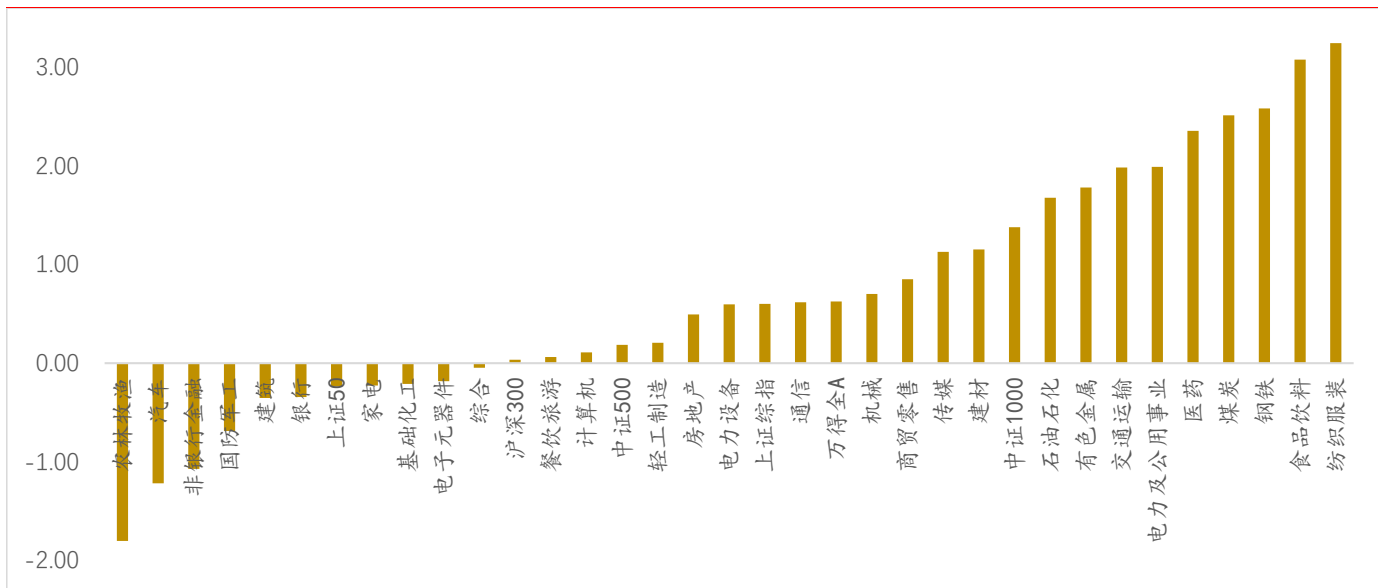
图3 新兴市场主要指数一周涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

国内市场消费和医药开始走强, 食品饮料板块上涨 3.07%, 医药板块上涨 2.35%。能源石化从前期调整中开始反弹, 说明能源供需缺口仍然承压。此外, 新能源相关板块和房地产也有不同程度的表现。农林牧渔、汽车、非银等领跌。

图4 我国 A 股板块周涨跌幅(%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.商品市场：海外疫情，国内“保供”

1) 国际商品市场

木材价格大幅上涨, 周二公布的营建许可数据好于预期, 显示美国房地产市场依然火热, 加上疫情导致供应链问题无法解决, 美国木材供需问题严重, 令木材价格再度起飞。另一方面, 原油以

及相关期货品种大幅下跌，主要是受到全球疫情复发的影响，欧洲国家奥地利宣布全国“封禁”也让市场担忧刚有起色的原油需求会再度跌回谷底。截止 11 月 19 日当周，国际主要商品表现不一。其中，CME 木材表现最佳，累计上涨 28.32%，报 802 美元/千英尺；NYMEX 天然气表现次之，累计上涨 16.82%，报 5.077 百万英热单位；NYMEXRBOB 汽油表现垫底，累计下跌 6.98%，报 2.15 美元/加仑；WTI 原油表现次差，累计下跌 6.21%，报 75.68 美元/桶。

表 2 新兴市场主要指数一周涨跌幅（%）

代码	商品品类	上周涨跌幅	月涨跌幅	YTD 涨幅
LB.CME	CME 木材	28.01	31.45	11.12
NG.NYM	NYMEX 天然气	16.77	-2.10	99.96
LH.CME	CME 瘦肉猪	8.80	8.40	17.47
O.CBT	CBOT 燕麦	4.90	2.56	113.44
KC.NYB	ICE 咖啡	4.15	10.76	80.23
RR.CBT	CBOT 稻谷	3.44	8.35	15.05
SM.CBT	CBOT 豆粕	2.84	13.16	-13.27
CC.NYB	ICE 可可	2.30	-0.73	-0.77
W.CBT	CBOT 小麦	2.20	4.74	30.37
SN.LME	LME 锡	1.73	4.14	89.42
S.CBT	CBOT 大豆	1.67	1.32	-3.51
SB.NYB	ICE11 号糖	0.85	4.18	30.28
NI00.LME	LME 镍连续	0.18	1.59	20.48
CA00.LME	LME 铜连续	-0.62	1.00	24.27
AH00.LME	LME 铝连续	-0.63	-1.34	35.54
BRZ1.MCX	布伦特原油 2112	-0.64	-2.11	60.23
GC.CMX	COMEX 黄金	-1.16	2.84	-2.55
ZS00.LME	LME 锌连续	-1.21	-3.86	17.34
OJ.NYB	ICE 冷冻浓缩橙汁	-3.04	3.11	0.32
PL.NYM	NYMEX 铂	-4.89	-2.94	-4.01
HO.NYM	NYMEX 取暖油	-5.24	-9.00	53.49
T00.IPE	ICE WTI 原油连续	-6.29	-9.92	56.04
CL.NYM	NYMEX 原油	-6.33	-9.96	55.98
RB.NYM	NYMEX RBOB 汽油	-6.98	-10.76	52.47

数据来源：Wind，上海证券研究所

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_30042

