

风险定价-拥挤的债券，脆弱性上升

证券研究报告

2021年11月29日

12月第1周资产配置报告

11月第4周各类资产表现：

11月第4周，美股指数多数下跌。Wind全A上涨了0.52%，成交额5.8万亿元，成交额小幅提升。一级行业中，有色金属、综合金融和钢铁涨幅靠前；传媒、农林牧渔和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨了0.14%，国债指数上涨了0.38%。

12月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——成长风格偏拥挤，未来信用扩张后胜率将向价值风格倾斜

债券——利率债拥挤度较高，可转债拥挤度极高，脆弱性正在上升

商品——新变种病毒升级为VOC，工业品价格大幅下挫

汇率——美元指数高位震荡，Omicron降低加息预期

海外——参照Delta，Omicron短期影响市场风险偏好但不影响趋势

风险提示：Omicron致死率超预期；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

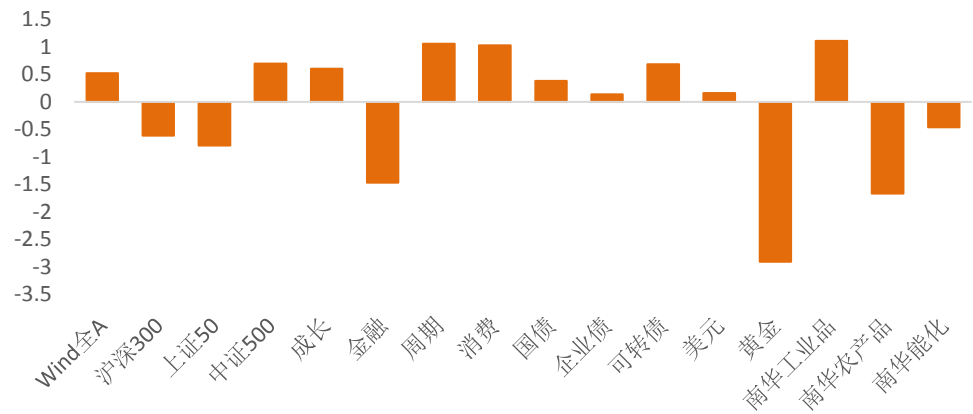
相关报告

1 《宏观报告：11月资产配置报告》
2021-11-26

2 《宏观报告：风险定价-未来交易逻辑会如何变化？-11月第4周资产配置报告》
2021-11-23

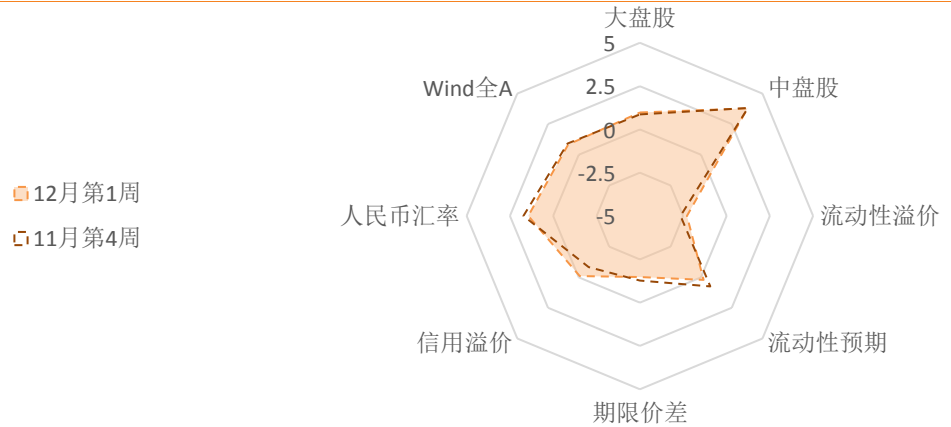
3 《宏观报告：宏观-房地产何时见底？——政策评估和数据测算》
2021-11-23

图 1：11 月第 4 周各类资产收益率(%)



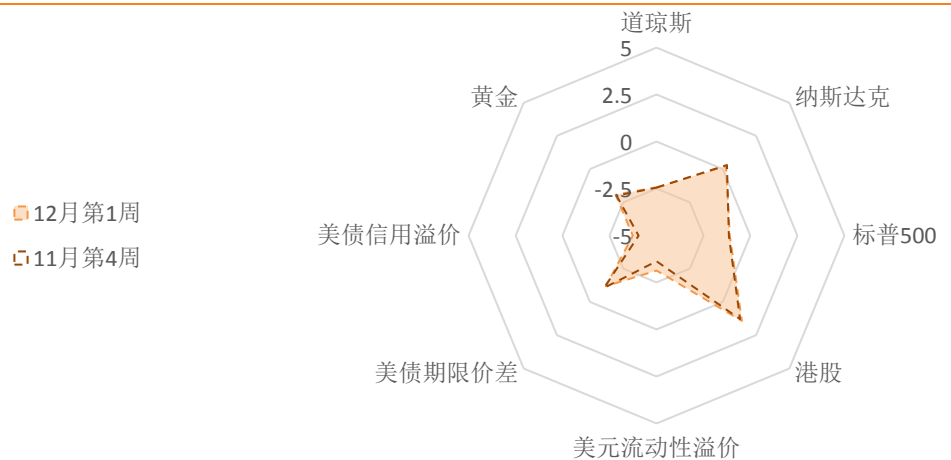
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：成长风格偏拥挤，未来信用扩张后胜率将向价值风格

倾斜

11月第4周，A股窄幅震荡，Wind全A周上涨了0.52%，周期、消费和成长分别上涨1.05%、1.03%和0.60%，金融下跌1.47%。中盘股表现强于大盘股，上证50和沪深300下跌了0.80%、0.61%；中证500上涨了0.70%（见图1）。

近期市场维持成长和价值快速轮动的局面。我们认为目前经济仍处在“衰退-宽松现象”，成长略占优于价值股，如果后续“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，那么胜率的天平或开始倾斜向价值股。

A股整体情绪指数目前处在中高水平（66%分位）。行业风格方面，**成长股的短期拥挤度持续回升超一个月，已经来到偏拥挤的位置（71%分位）**；消费股和金融股的短期拥挤度维持在前期的较低水平（37%、28%分位）；周期股的短期拥挤度上升12%，但仍处在较低位置。**拥挤度从高到低的排序是：成长>消费>周期>金融。**

市值维度上，大盘股与中盘股拥挤度发生反转。大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度进一步回落，目前已来到中低位置（34%和39%分位）；中盘股的拥挤度回升至中位数下方（48%分位）。**宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：中证500>沪深300>上证50。**衍生品市场投资者的乐观情绪仍在持续，上证50、沪深300和中证500的基差均维持在80%以上的历史高位。

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】（93%分位），周期估值【便宜】（83%分位），成长估值【较便宜】（70%分位），消费估值【中性偏贵】（46%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57.1亿，北上情绪略有降温。南向资金净流入2.93亿港币，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：利率债拥挤度较高，可转债拥挤度极高，脆弱性正在上升

11月24日，国常会表示应加快今年专项债剩余额度发行，11月第4周专项债发行明显提速。截止11月28日，11月新增专项债发行额5605.44亿元，为今年发行最快的一个月，净融资额5484.72亿元。1-11月新增专项债发行额共计34650.35亿元，距离全年预算3.65万亿，还剩约2000亿。为应对专项债提速带来的资金需求上升，央行公开市场操作净投放1900亿进行对冲，**流动性溢价维持在【较宽松】水平（27%分位）**。中长期流动性预期回落至中位数上方（52%分位）。

期限价差与前期基本持平（35%分位），久期策略性价比中低。信用溢价上升至中位数附近（49%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76%分位），而虽然高评级信用债风险溢价近期有所回升，但仍然较贵（风险溢价处在23%分位左右的低位）。

11月第4周，债券市场整体情绪持续回温。三季度货政报告删除“总闸门”，市场开始定价总量货币政策进一步宽松的可能性，10年期国债利率快速下降至2.82%，**目前利率债短期拥挤度来到中高位置69%（分位）**。

交易情绪更加火热的是可转债，目前中证转债指数的短期交易拥挤度已经上升到了79%分位，剔除银行和可交债的转债指数交易拥挤度更是达到了89%分位，需要警惕过热交易带来的脆弱性增加；信用债的短期拥挤度也站上中位数（53%分位）。

3. 商品：新变种病毒升级为VOC，工业品价格大幅下挫

11月26日，世界卫生组织（WHO）将南非发现的新冠突变株Omicron定义为令人担心的变种（Variants of Concern, VOC），和席卷全球的Delta突变株同一级别。目前由

于该变异发现的时间较短，虽然市场对其传染性、重症/致死率以及现有疫苗的有效性都存在担忧，但目前还没有非常全面科学的判断。这次各国对变异的响应速度相比应对 Delta 病毒明显加快。英美等国马上采取措施禁止来自南非等地的旅客入境。多家疫苗制造厂商也马上展开现有疫苗对新毒株的有效性测试，并且表示将在 6 周内调整疫苗以应对变异。叠加当前 Delta 病毒仍在欧洲肆虐，德国 7 天新增确诊人数继续创新高，英法美等国的新增确诊人数也在继续上升。全球疫情新增确诊进入第四轮高峰叠加病毒变异，市场开始担忧全球各国重回封锁，导致全球需求快速下降。周五，工业品价格普遍大幅调整。

11 月第 4 周，国内主要工业开工率多数上涨，PTA 开工率和半钢胎开工率环比回升，唐山钢厂高炉开工率环比不变，焦炉生产率环比下降。全周工业品价格涨跌互现，螺纹钢价格环比下跌 4.22%，热轧卷板上涨 1.77%；有色价格窄幅震荡，铜、铝环比下跌 0.56%、1.28%，锌环比上涨 2.78%；焦煤、焦炭价格止跌反弹，上涨了 8.33%、1.98%。

11 月第 4 周，LME 铜继续下跌 2.09%，收于 9445 美元/吨。上半周，印尼总统重申可能在 2023 年停止铜矿出口，一度大幅提振有色金属全面反弹。**但之后受南非出现新毒株的消息打压，铜价冲高回落**。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持 58%分位，市场情绪维持中性偏乐观。

美国抛售石油战略储备叠加疫情再生变数。11 月第 4 周，布伦特油价大幅下挫 8.99%，收于 71.80 美元/桶，其中 26 日单日下跌超 11%。供给方面，美国原油产能利用率继续提升，产量较上周增加 10 万桶（1150 万桶/天），美国原油库存（不含战略储备）大幅下降。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度下降至 3%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 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：美元指数高位震荡，Omicron 降低加息预期

11 月 24 日公布的美联储政策会议纪要显示，多位美联储决策者表示，如果通胀居高不下，他们愿意加快缩减购债规模，并加快加息步伐。联储官员的鹰派表态支撑美元指数偏强运行。但之后随着新毒株传播拖累全球经济运行的担忧逐渐加强，加息预期有所缓和。美元指数在周三（24 日）达到 96.84 的高点后迅速回落，收于 96.06，与上周持平。

11 月第 4 周，美债实际利率上行 4bp，收于 -1.07%；伦敦现货金价震荡回落 2.90%，收于 1791.60 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 4 周，美元兑人民币（在岸）上行 0.19%至 6.39，人民币的短期交易拥挤度较前期有所松动，降至 76%分位，情绪较乐观。投资中国市场（股票和债券）的境外资金四周以来首次转为净流出，金融市场资金流向对人民币影响中性偏利空。

5. 海外：参照 Delta，Omicron 短期影响市场风险偏好但不影响趋势

与 Delta 变种相比，新出现的 Omicron 变种引发了更强烈的市场反应。11 月 26 日毒株被世卫组织列为“需要关注的变异株”，当日资本市场经历“黑色星期五”，油价下跌 12.7%，10 年期美债利率走低 16bp，道琼斯指数下跌 2.5%。

但“黑色星期五”实质是新毒株与前期利空因素共同作用下的结果。在 Omicron 变种出现之前，全球经济复苏已经明显放缓，美联储 taper 影响正在发酵，欧美新冠新增确诊人数再次上升，全球风险资产的赔率整体处在历史低位。新毒株的出现为市场提供了适当调整的理由，为盈利盘提供了获利了结的机会。

美股市场如果恐慌式下跌将创造买点。美股三大指数 7 月受 Delta 影响显著下挫，但 11 月初再创新高。在新冠快速检测、疫苗快速研发、口服特效药量产这三大技术趋势下，

病毒变种和恐慌情绪不改变市场趋势，影响会越来越短期化。通胀失控和伴随而来的货币收紧预期是美股的主要风险，疫情长期有效控制既能支持业绩好于预期，也压低供应链紊乱推高的通胀预期，短暂的恐慌将创造指数的买点。（详见《Omicron，市场无需太恐慌》）

11 月第 4 周，美债 10 年期名义利率下行 6bp 至 1.48%，10 年期盈亏平衡通胀预期回落 10bp 至 2.55%，上行趋势告一段落，10 年期实际利率小幅上行。美债期限溢价维持在 38%分位。目前，美元流动性溢价和信用溢价小幅上升，但仍然处在 19%和 13%分位的历史低位。

11 月第 4 周，美股风险偏好再次回落。目前标普 500 和道琼斯的风险溢价与上周基本持平（39%和 26%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_30224

