

风险定价-国内开始交易宽信用，海外短线交易预期混乱

证券研究报告

2021年12月08日

12月第2周资产配置报告

12月第1周各类资产表现：

12月第1周，美股指数多数下跌。Wind全A上涨了1.00%，成交额5.8万亿元，成交额小幅回落。一级行业中，综合金融、钢铁和食品饮料涨幅靠前；农林牧渔、传媒和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨了0.07%，国债指数下跌了0.19%。

12月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——恒大违约和降准成为宽信用的“信号弹”

债券——继续关注可转债拥挤度

商品——商品金融属性承压

汇率——美元指数高位震荡

海外——市场短期交易主线混乱

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

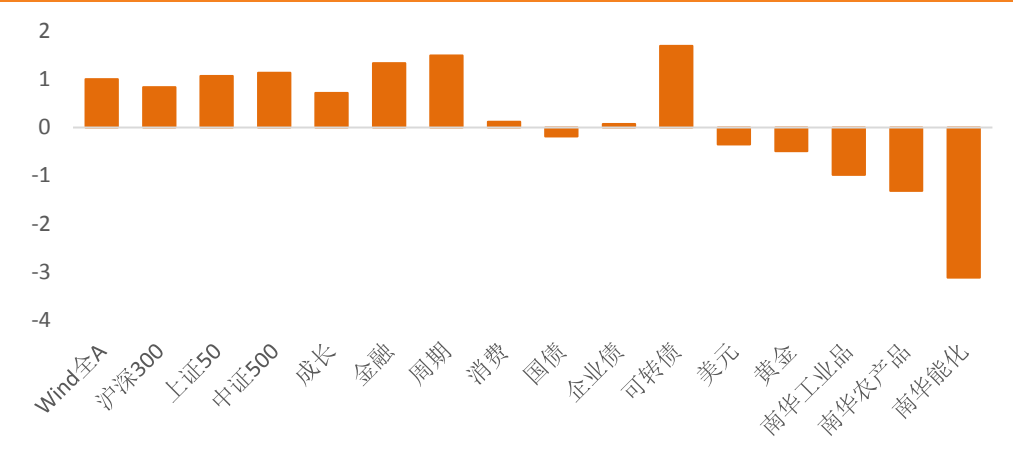
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

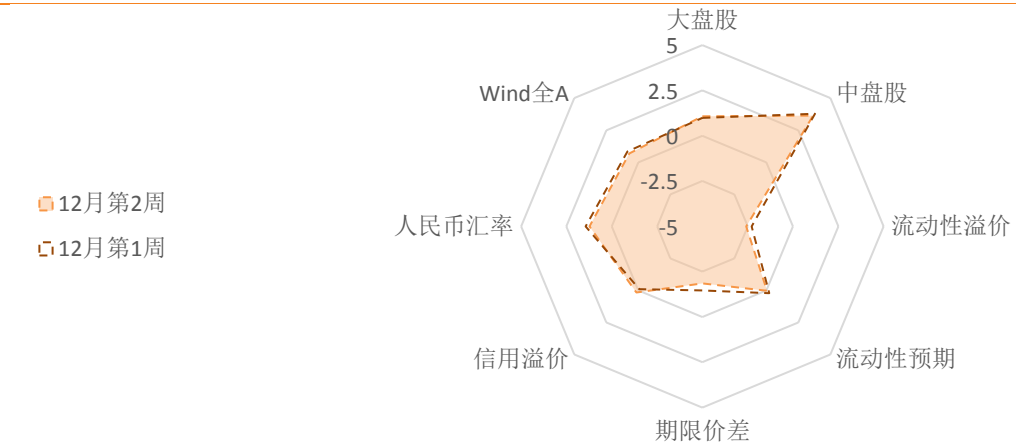
- 1 《宏观报告：宏观-稳定优先，适度纠偏——政治局会议解读》 2021-12-07
- 2 《宏观报告：多收了三五斗——长鞭效应下，库存正在过度累积》 2021-12-05
- 3 《宏观报告：六问六答：联储放弃“暂时通胀”并加速 taper 的深意-六问六答：联储放弃“暂时通胀”并加速 taper 的深意》 2021-12-02

图 1：12 月第 1 周各类资产收益率(%)



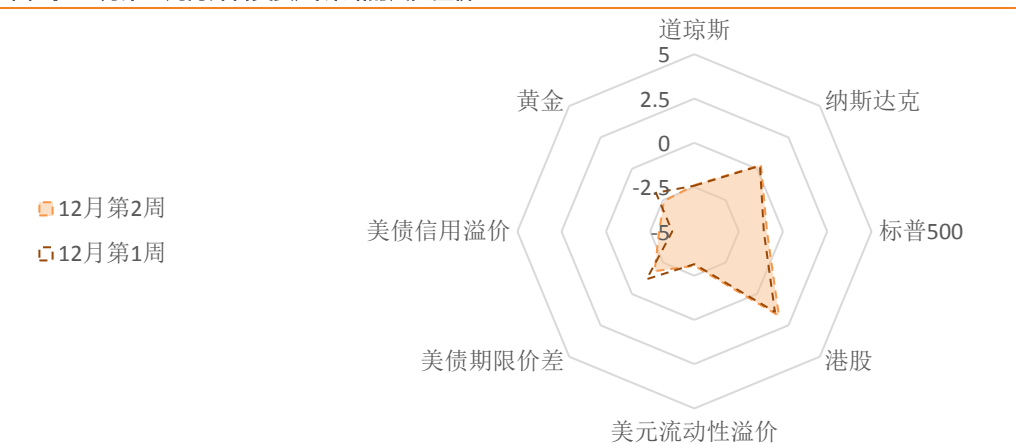
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 月第 2 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 2 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：恒大违约和降准成为宽信用的“信号弹”

12月3日李克强总理在会见IMF总裁时提到“适时降准”，12月6日央行宣布本月15日将全面降准50bp，部分对冲月中到期的MLF，并释放长期流动性。然而单看降准，其释放流动性的意义比较有限，因为自7月央行全面降准以来，我们跟踪的流动性溢价一直维持在较低水平，说明金融市场并不缺少流动性，更重要的是此次降准的背景和其释放的信号意义。

总理宣布“适时降准”的当日，恒大发布公告称无法履行美元债的担保义务，之后一行两会接连表示恒大是个案风险，外溢影响可控，同时广东省政府向恒大派出工作组，推进企业的风险处置工作。从今年年中恒大出现流动性问题到年底债券违约的靴子落地，相隔数月，其间由于金融机构风险偏好下降引发的信用收缩已经让多家民营房企相继出现流动性问题。而恒大又具有标志性，之前恒大的靴子迟迟未落地，虽然按揭贷款有所放宽，但行业政策难有实质性放松，风险链条还将继续蔓延。

因此恒大靴子落地，是地产政策由紧转松的关键节点，金融机构对房企融资的风险偏好有望逐渐恢复，稳增长从政策信号到政策效果的传导有望提速。在这个背景下，此次“全面降准”成为了房地产行业政策放松、宽信用政策开始见效的“信号弹”。信号弹照亮了市场风格转向“大盘价值”的路径，路标是社融增速回升和经济增速逐渐企稳。

12月第1周，A股继续反弹，Wind全A周上涨了1.00%，周期、成长和消费分别上涨1.50%、0.72%和0.12%，金融止跌回弹1.34%。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的走势接近，分别上涨了1.07%、0.84%、1.14%（见图1）。

A股整体情绪指数持续升高，目前处于中高水平（70%分位）。行业风格方面，成长股的短期拥挤度维持在偏拥挤的位置（73%分位）；周期股和消费股的短期拥挤度迅速上行至中位数下方（均处于44%分位）；金融股的短期拥挤度于上周基本持平，仍处在较低位置（31%分位）。**拥挤度从高到低的排序是：成长>周期≈消费>金融。**

市值维度上，大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度与前期基本持平，目前处在中低位置（33%和39%分位）；中盘股的拥挤度站上中位数（55%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】（82%分位），成长估值【较便宜】（69%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151.17亿。南向资金净流入82.24亿港币，情绪回暖，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：继续关注可转债拥挤度

7月降准后，10年期国债利率快速下破2.8%，8月开始，继续降准的预期落空、PPI冲高，利率震荡上行至10月中旬，向上突破3.0%。之后煤炭等大宗商品价格回落，利率再次开始下行至前期低点附近。我们认为再次降准能支撑利率在2.8%左右的位置，但信用已经筑底，利率难继续下台阶，有回调的可能。

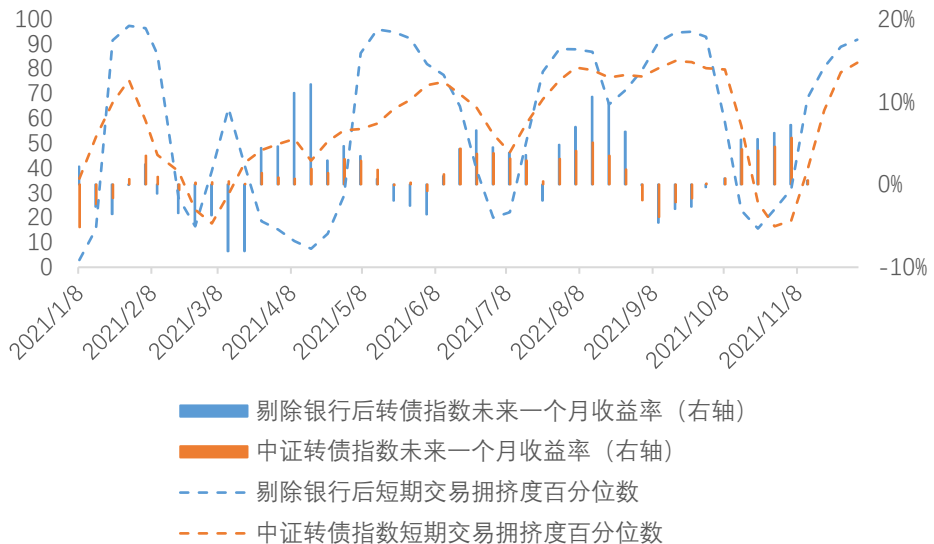
12月第1周，新增专项债发行额2550.15亿元，净融资额2550.15亿元。央行公开市场操作净回笼3700亿，**流动性溢价维持在【较宽松】水平（24%分位）。中长期流动性预期回落至中位数附近（50%分位）。**

期限价差较前期继续下降（32%分位），久期策略性价比中低。信用溢价站上中位数（52%分位），内部分化继续，中低评级信用债风险溢价进一步上升，估值较便宜（风险溢价处在79%分位），而高评级信用债估值仍然较贵（风险溢价处在24%分位左右的低位）。

12月第1周，债券市场的乐观情绪继续升温。利率债短期拥挤度回升至74%分位的

中高位置。转债维持火热的交易情绪，目前中证转债指数的短期交易拥挤度已经来到 82% 分位，剔除银行之后的转债交易拥挤度高达 92%，19 年以来剔除银行后的转债交易拥挤度一共有六次超过 90% 分位，之后一个月的走势：三次下跌，一次持平，两次上涨，平均回撤超 2%，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与前期基本持平（54% 分位）。

图 4：可转债维持火热交易



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 商品：商品金融属性承压

12 月第 1 周，国内主要工业开工率多数下降，唐山钢厂高炉开工率、PTA 开工率和半钢胎开工率环比下降，焦炉生产率环比回升。工业品价格涨跌互现，螺纹钢和热轧卷板价格止跌反弹，分别收涨 6.82%、1.19%；有色价格窄幅震荡，铜、锌环比下跌 1.56%、0.77%，铝环比上涨 0.08%；焦煤、焦炭价格环比下跌 1.19%、0.35%。

12 月第 1 周，LME 铜窄幅震荡，环比下跌 0.30%，收于 9417 美元/吨。美联储加快退出 QE 的表态让市场的风险偏好再度下降。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度下降至中位数附近（51% 分位），市场情绪中性。

Omicron 变种的出现之后欧美的防疫政策响应的比 Delta 出现时迅速许多，国际航线的恢复再次延后。12 月 OPEC 会议维持原定的增产计划不变，原油价格逐渐企稳。12 月第 1 周，布伦特油价继续下挫 2.03%，收于 70.14 美元/桶。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（1160 万桶/天），达到近半年来的最高水平，美国原油库存（不含战略储备）小幅回升。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度维持在 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。

12 月第 1 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

11 月 30 日鲍威尔出席美国国会参议院银行委员会的季度听证会时表示：是时候放弃通胀“暂时”这个词了，考虑加快 taper 速度。黄金价格快速回落。12 月第 1 周，伦敦现货金价小幅下跌 0.49%，收于 1782.79 美元。美元指数小幅上行 0.11%，收于 96.17。美债实际利率下行 1bp，收于 -1.08%。

11 月第 4 周，美元兑人民币（在岸）低位震荡，收跌 0.24% 至 6.37，人民币的短期交易拥挤度进一步回落，降至 68% 分位，情绪中性偏乐观。投资中国市场（股票和债券）的境外资金转为净流入，金融市场资金流向对人民币币值的影响转为中性偏利好。

5. 海外：市场短期交易主线混乱

鲍威尔对通胀的态度转变和加速 taper 并不意味着加息会更早到来，加息的概率取决于出现“通胀螺旋”的概率。通胀主要是由供应链效率低下导致的，财政退坡经济过顶的大背景下，企业部门很难支撑薪资成本的持续上升。今年 4 月开始，美国的人均可支配收入并没有明显的提高，11 月非农部门的时薪上涨速度也有所放缓。

11 月美国非农数据好坏参半，新增就业人数意外仅录得 21 万人，远低于市场预期的 55 万人，低于前值 53.1 万人；但由于上修了前 2 个月的新增就业人数，失业率低于市场预期 4.5%，仅录得 4.2%，前值 4.6%。从失业率下降和劳动率参与率的回升来看，美国的劳动力市场仍在持续恢复。

12 月第 1 周，美股受鲍威尔偏鹰表态、美国发现首例 Omicron 确诊病例和滴滴启动退市导致中概股大跌等多重利空因素的影响，延续了前一周的回调趋势。目前标普 500 和道琼斯的风险溢价与上周基本持平（41%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）。

目前市场短期交易主线混乱，有关 Omicron 病毒的特性和可能造成的影响，以及是否会影响美国就业和通胀数据，进一步影响美联储货币政策态度，市场没有一致预期。未来两周有关 Omicron 的进一步研究成果、12 月的 FOMC 决议以及 11 月的通胀数据将接踵而至，届时市场的风险偏好可能会逐渐明朗。在众多不确定性的叠加作用下，美元标价的资产波动率显著上升。

12 月第 1 周，美债 10 年期名义利率冲高回落，周内振幅达到 17bp，全周下行 13bp 至 1.35%。10 年期盈亏平衡通胀预期回落 12bp 至 2.43%，上行趋势告一段落，10 年期实际利率周内同样冲高回落，全周基本收平。美债期限溢价小幅下降至 32%分位。**值得注意的是美元流动性溢价和信用溢价回升明显，处在 19%和 20%分位。**

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_30860

