

风险定价-市场对经济工作会议如何反应？

证券研究报告

2021 年 12 月 15 日

12 月第 3 周资产配置报告

12 月第 2 周各类资产表现：

12 月第 2 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨了 1.16%，成交额 5.9 万亿元，成交额小幅回升。一级行业中，消费者服务、食品饮料和家电涨幅靠前；电力设备及新能源、煤炭和国防军工等表现靠后。信用债指数上涨了 0.15%，国债指数上涨了 0.21%。

12 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场对经济工作会议如何反应？

债券——短期内全面降息概率不高

商品——变异病毒的需求冲击缓解

汇率——央行再度上调外汇存款准备金率抑制人民币升值

海外——病毒的负面情绪影响改善，等待议息决议落地

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

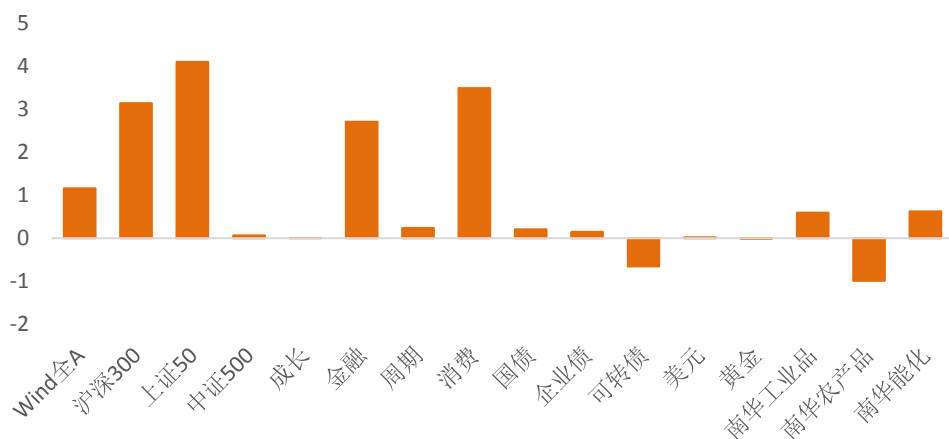
相关报告

1 《宏观报告：关注持续景气与困境反转两条主线——经济工作会议的行业投资机会》2021-12-13

2 《宏观报告：经济工作会议的新提法》2021-12-13

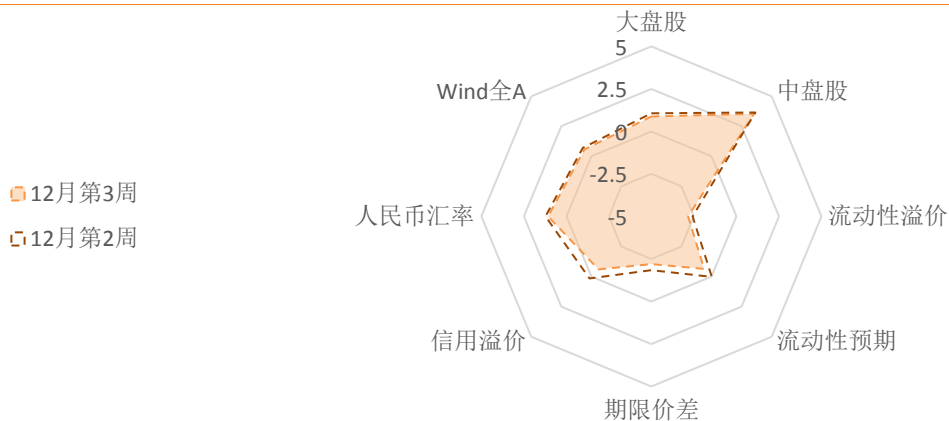
3 《宏观报告：宏观-5.0%还是 5.5%？——经济工作会议对五个市场关注问题的解答》2021-12-11

图 1：12 月第 2 周各类资产收益率(%)



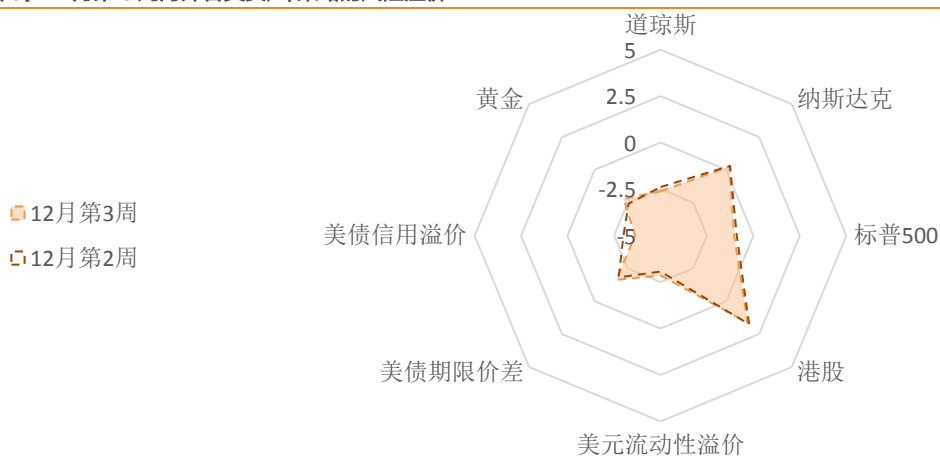
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：市场对经济工作会议如何反应？

经济工作会议在京召开，政策表述虽然积极，却并没有突破存量政策空间约束的迹象，例如再次明确“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”（地产没有强刺激）；强调“严肃财经纪律、坚决遏制新增地方政府隐性债务”（基建没有高弹性），这意味着“老路”不会轻易重走。

靠什么来实现“稳字当头”的政策目标呢？中财办副主任韩文秀在解读中央经济工作会议时进一步明确“要适度超前进行基础设施建设，在减污、降碳、新能源、新技术、新产业集群等领域加大投入，既扩大短期需求，又增强长期动能”。

落实到各地区各部门，在不依赖于大搞传统基建和刺激地产的前提下，如何担负起稳定宏观经济的责任？具体起到什么时间和空间效果？对市场来说，稳增长怎么做加法不确定，那么就继续观望政策发力的方式和效果，价值股修复的整体方向是确定的，但时间和空间相对模糊，因此食品饮料、工程机械等行业自身逻辑较强的价值股先修复——这是市场对经济工作会议的第一层反应。

政策纠偏是明年经济和市场的主题之一，通稿强调“坚持先立后破”，中财办副主任韩文秀解读时明确“慎重出台有收缩效应的政策”，部分今年政策压力较大的行业比如互联网、传媒、教育、高耗能行业等，政策执行层面有望适度纠偏。虽然怎么做加法尚不明确，但少做减法是相对确定的，相关行业和企业的估值先修复——这是市场对经济工作会议的第二层反应。

纵观经济工作会议对行业方向的指导，新能源仍然是明年政策的重点支持方向。通稿提出要“增加新能源消纳能力”，“创造条件尽早实现能耗双控向碳排放双控转变，加快形成减污降碳的激励约束机制”，“狠抓绿色低碳技术攻关”。和新能源有关的绿电扩容、特高压和储能配套建设、绿色低碳技术需求增长等，依然是明年确定性较高的投资方向。

12月第2周，A股持续震荡上行，Wind全A周上涨了1.16%，消费和金融表现强势，周度收涨3.50%、2.71%，周期小幅上涨0.23%，成长与上周基本持平。市值因子上，大盘蓝筹占优中盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨了4.10%、3.14%，中盘股（中证500）上涨了0.06%（见图1）。

A股整体情绪指数持续快速上行，已经来到较高的位置（80%分位）。行业风格方面，成长股的短期拥挤度回落至66%分位，前期的拥挤交易有所松动；周期股和消费股的短期拥挤度站上中位数（52%和57%分位）；金融股的短期拥挤度上升至中低水平（41%分位）。**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（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度回升至中位数下方（43%和46%分位）；中盘股的拥挤度与前期基本持平（58%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和沪深300的基差上升至93%、92%分位，中证500的基差维持在89%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】（92%分位），周期估值【便宜】（80%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。**

在人民币持续升值和国内稳增长政策持续加码的刺激下，北向资金周净流入488.34亿，创下开通以来的新高，北向情绪高涨，贵州茅台、东方财富和招商银行净流入靠前。南向资金净流入144.11亿港元，连续13个交易日净流入，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：短期内全面降息概率不高

经济工作会议对货币政策的表述与政治局会议基本一致。考虑到降准已经落地，降息的概率和时间点成为利率市场博弈的焦点。会议提及“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价”，预计短时间内央行将主要使用结构性货币政策

工具，通过低息再贷款等方式对中小微企业定向降息，全面降息（直接下调政策利率）不会太快。如果明年上半年财政发力过后，经济下行压力仍然较大，全面降息的概率提升。

12 月第 2 周，新增专项债发行额 458.51 亿元，净融资额 458.51 亿元。央行公开市场操作净回笼 1800 亿，流动性溢价小幅下降至 22%分位，维持在【较宽松】水平。中长期流动性收紧的预期有所减弱，流动性预期回落至 44%分位。

期限价差较前期继续下降（28%分位），久期策略性价比较低。信用溢价回落至 44%分位附近，内部分化继续，中低评级信用债估值较便宜（风险溢价处在 74%分位），而高评级信用风险溢价债回落较多，估值仍然较贵（风险溢价处在 14%分位的低位）。

12 月第 2 周，债券市场较乐观的情绪仍在持续。利率债短期拥挤度与前期基本持平，处在中高位置（73%分位）。目前中证转债指数的短期交易拥挤度维持在 82%分位，剔除银行之后的转债交易拥挤度小幅回落至 89%，十一月初至今转债指数维持价升量减的价格背离技术形态，过热交易导致的脆弱性仍高；信用债的短期拥挤度在中位数附近（53%分位）。

3. 商品：变异病毒的需求冲击缓解

12 月第 2 周，国内主要工业开工率涨跌互现，唐山钢厂高炉开工率、PTA 开工率环比下降，半钢胎开工率、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震荡下行，分别收跌 1.41%、3.33%；有色价格窄幅震荡，铜、锌环比上涨 0.10%、0.77%，铝环比下跌 0.40%；焦煤价格环比下跌 2.59%，焦炭价格止跌回弹 2.25%。

12 月第 2 周，LME 铜窄幅震荡，环比上涨 0.38%，收于 9454 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度下降至中位数下方（49%分位），市场情绪中性。

美国 CDC 对 Omicron 确诊病例首次调查报告出炉，目前确诊病例基本上都为轻症，印证了我们在报告《Omicron，市场不必过于惊慌》中的判断，病毒的致死率和确诊后的重症率不高，叠加本次各国响应快于 Delta 病毒，对风险资产市场情绪和全球需求预期的短期冲击告一段落。

12 月第 2 周，布伦特油价大幅反弹 7.71%，收于 75.27 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（1170 万桶/天），达到今年的最高水平，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 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：央行再度上调外汇存款准备金率抑制人民币升值

12 月第 2 周，伦敦现货金价窄幅震荡，下跌 0.01%至 1782.64 美元。美元指数小幅回落 0.13%，收于 96.05。美债实际利率上行 12bp，收于 -0.96%。

12 月第 2 周，美元兑人民币（在岸）震荡偏强，上涨 0.02%，其中 12 月 9 日跌破 6.35，创 18 年以来新低。为了遏制热钱过快流入中国境内，央行上调外汇存款准备金率，美元兑人民币快速上行收于 6.37，人民币的短期交易拥挤度与前期基本持平（66%分位），情绪中性偏乐观。投资中国市场（股票和债券）的境外资金小幅净流出，金融市场资金流向对人民币币值的影响中性。

5. 海外：病毒的负面情绪影响改善，等待议息决议落地

美国 11 月 CPI 同比 6.8%，环比 0.8%低于前值 0.9%，核心 CPI 环比从 10 月 0.6%下降至 0.5%。虽然 CPI 同比增速创下 1982 年以来的新高，但是基本符合市场预期，盈亏平衡的通胀预期没有继续上行。Omicron 致死率和确诊后重症率较低，风险资产对 CPI 高增比较钝感，市场情绪从过去两周的混乱中逐渐缓解过来。

市场预期在本周 FOMC 上，美联储将加快 Taper 的步伐。在 CPI 环比回落和美联储 Taper 加快的共同作用下，市场对明年出现通胀螺旋（居民收入上涨与通胀形成正反馈）逼迫联储提前加息的担忧有所缓解，市场风险偏好出现修复。12 月第 2 周，美股小幅反弹，目前标普 500 和道琼斯的风险溢价小幅回落（40%和 24%分位），纳斯达克的风险溢价维持中性略偏高的位置（见图 3）。

Omicron 确诊多为轻症的消息缓解了市场之前对全球防疫政策再次升级的担忧，对需求下降和全球供应链堵塞的问题进一步加剧的担忧随之缓解，对经济复苏的预期有所上修。12 月第 2 周，美债 10 年期名义利率周内上行 13bp 至 1.48%。10 年期盈亏平衡通胀预期全周基本收平；10 年期实际利率上行 12bp，收于-0.96%。美债期限溢价小幅回升至 34%分位。美元流动性溢价仍保持上行趋势，目前达到 21%分位，信用溢价回落至 14%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_31303

