

风险定价-市场预期混乱，春季躁动仍需观察

证券研究报告

2022 年 01 月 05 日

1 月第 1 周资产配置报告

12 月第 5 周各类资产表现：

12 月第 5 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 1.27%，成交额 5.1 万亿元，成交额持续回落。一级行业中，国防军工、轻工制造和基础化工涨幅靠前；汽车、煤炭和食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨 0.18%，国债指数上涨了 0.43%。

1 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场预期混乱，春季躁动启动还需要观察

债券——跨年流动性环境小幅上升，但短期资金面无需过度担忧

商品——油价对 Omicron 主导的第四波疫情利空逐渐钝感

汇率——美元指数在 96 附近震荡并未突破前高

海外——通胀预期再次推升美债利率

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

linyan@tfzq.com

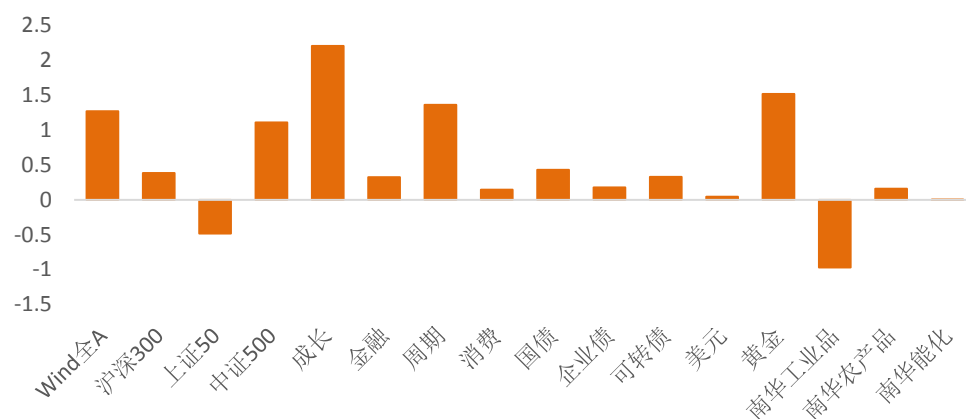
相关报告

1 《宏观报告：风险定价-成长股出现“结账行情” -12 月第 5 周资产配置报告》2021-12-28

2 《宏观报告：他们（那些消失的就业）还会回来吗？-他们（那些消失的就业）还会回来吗？》2021-12-27

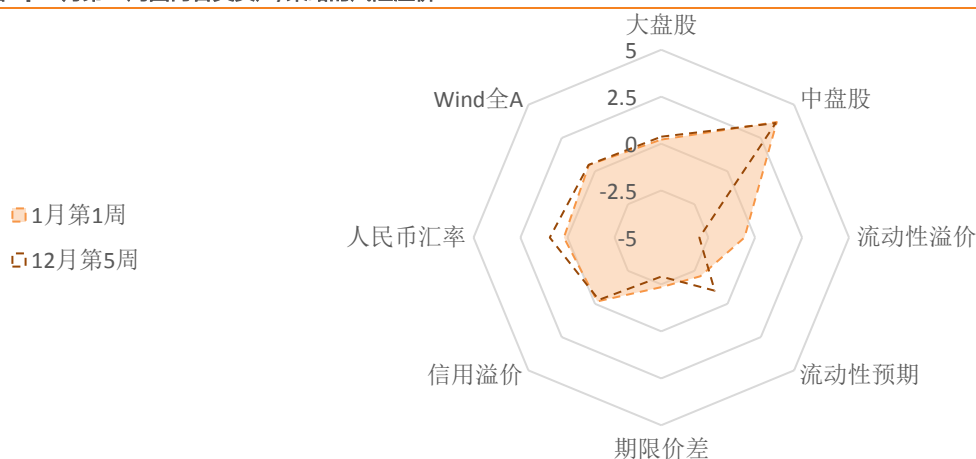
3 《宏观报告：12 月资产配置报告》2021-12-26

图 1：12 月第 5 周各类资产收益率(%)



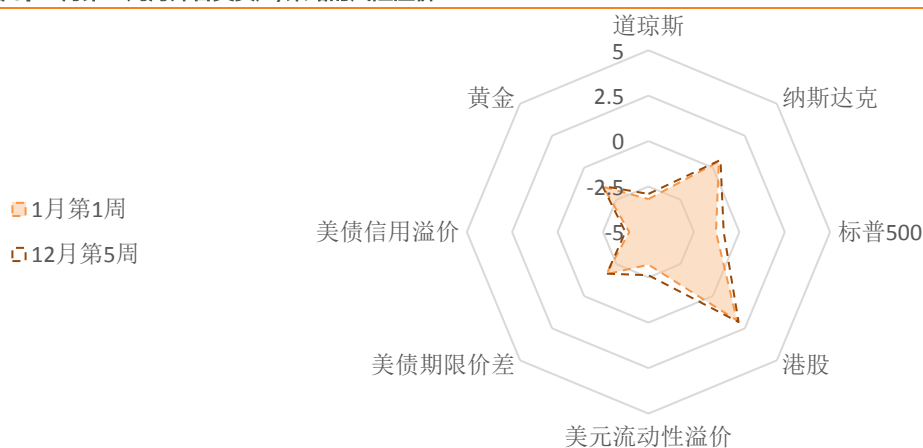
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 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 3：1 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：市场预期混乱，春季躁动启动还需要观察

12 月，中采制造业 PMI 回升 0.2 至 50.3，连续两个月回升，PMI 改善主要来自新订单指数的延续回升，且消费内需呈现出一定程度的恢复态势。生产指数虽有所回落但仍维持高位、且明显高于新订单，显示成本压力持续缓解背景下，企业生产短期仍呈现偏强的扩张态势。我们认为 PMI 回升仍然只是下跌中继的反弹，市场预期处于混乱的状态，后续稳增长政策力度和信用回升的幅度仍是市场能否形成合力的核心变量。

宽信用方面，央行已经向金融机构发放第一批碳减排支持工具资金 855 亿元，支持碳减排贷款 1425 亿元。据 21 世纪经济报道的消息，监管部门已将专项债项目清单反馈至地方并提出四项要求（及时将专项债额度落实到具体项目、加快推进专项债项目前期工作、做好专项债券项目按周调度工作、加大专项债券项目建设推进力度），以推动一季度和上半年形成的实物工作量大幅增长。结构性信贷投放力度加强叠加专项债前置预计将支撑一季度社融增速加速回升和信贷增速反弹。

稳增长方面，12 月份以来，浙江、安徽、陕西、福建、广东等地一批重大项目开始为开工做准备。例如，12 月 23 日，福建省举行第四季度重大项目视频连线集中开工活动，共开工重大项目 238 个，总投资 1897 亿元。据《证券日报》记者根据公开资料梳理，12 月 1 日至 12 月 26 日，各地基建项目总投资金额合计 2.28 万亿元。12 月，主要工业开工率多数仍呈现下滑，钢材价格底部震荡，建筑业 PMI 较 11 月回落 2.8，目前基建项目可能尚处在立项完成但还未开工的阶段。由于北方地区逐渐进入冬季和春节前的停工状态，且冬奥会、残奥会、两会将在春节后召开，一季度能否实现经济开门红仍然存在不确定性，这也是市场预期混乱的原因之一。

12 月第 5 周，A 股市场止跌反弹，Wind 全 A 周上涨了 1.27%，成长、周期、金融、消费分别收涨 2.20%、1.36%、0.33%和 0.14%。大盘股方面，上证 50 下跌 0.48%，沪深 300 小幅上涨 0.39%；中盘股（中证 500）上涨 1.11%（见图 1）。

行业风格方面，消费股的短期拥挤度与上周基本持平（65%分位）；金融股的短期拥挤度持续回升近一个月，目前处在中性偏拥挤位置（59%分位）；周期股的短期拥挤度较前期有所松动（56%分位）；成长股短期拥挤度继续回调，已经来到中位数下方（43%分位）。拥挤度从高到低的排序是：消费>金融>周期>成长。

市值维度上，大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度小幅上升（67%和 58%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度持续回落至中性附近（54%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。衍生品市场投资者的乐观情绪进一步升温，上证 50、沪深 300 和中证 500 的基差均值创下新高。

以沪深 300 作为基准的 A 股情绪指数继续上行（90%分位），目前处在高位。衍生品市场已经开始酝酿春节躁动，但是从价量状态来看，12 月最后一周市场缩量收官，底部价量背离的信号还没有出现，春季躁动的启动可能还需要观察。

Wind 全 A 估值水平维持【中性偏便宜】（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的风险溢价持续回落，目前处在【中性】区间，中证 500 的估值维持【便宜】。金融的估值维持【很便宜】（90%分位），周期估值【便宜】（78%分位），成长估值【较便宜】（74%分位），消费估值【中性偏贵】（45%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

12 月第 5 周，北向情绪较上周好转，北向资金周度净流入 146.69 亿。宁德时代、通威股份、赣锋锂业净流入规模靠前。南向资金净流出 17.11 亿港元，结束了持续 23 个交易日净流入的局面。恒生指数的风险溢价小幅回落，性价比中性偏高。

2. 债券：跨年流动性环境小幅上升，但短期资金面无需过度担忧

受跨年影响，短期资金价格出现明显回升。12 月第 4 周，流动性溢价上升至 44%分位的【中性偏宽松】水平，央行公开市场操作净投放 6000 亿，从近期政策的表态以及央行呵护跨年流动性的举措来看，短期内的资金面无需过度担忧。受即期资金价格上升的影响，中长期流动性预期回落至较低位置（29%分位），一个月以来市场对未来流动性环境

收紧的担忧都较弱。

期限价差小幅上升（27%分位），久期策略性价比较低。信用溢价与前期基本持平（48%分位），内部分化较上周进一步弥合，中低评级信用债估值中性偏便宜（风险溢价降至 66%分位），高评级信用风险溢价债估值较贵（风险溢价上行至 30%分位）。

12 月第 5 周，债券市场较乐观的情绪略有降温。利率债短期拥挤度维持在中性偏拥挤位置（60%分位）。可转债交易情绪降温明显，中证转债指数的短期交易拥挤度快速下行至 68%分位，交易过热的状态有所缓解。信用债的短期拥挤度与上周基本持平（46%分位）。

3. 商品：油价对 Omicron 主导的第四波疫情利空逐渐钝感

12 月第 5 周，国内主要工业开工率涨跌互现，唐山钢厂高炉开工率基本保持不变，半钢胎开工率环比下跌，焦炉生产率、PTA 开工率环比上涨。工业品价格多数下跌，螺纹钢、热轧卷板价格环比下跌 4.51%、4.44%；有色金属价格窄幅震荡，铜、铝环比上涨 0.90%、0.97%，锌环比下跌 0.80%；焦煤、焦炭价格分别收跌 4.23%、7.40%。

12 月第 5 周，LME 铜环比上涨 1.49%，收于 9755 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在中位数附近（47%分位），市场情绪中性。

12 月第 5 周，Omicron 变种造成的第四波疫情爆发仍在继续，美英法等国的新增确诊迅速创下新高。目前的数据仍然支持 Omicron 的重症率和死亡率相对于其他变种更低的推断。西方多国收紧节日防疫措施，但在疫苗建立的人群免疫屏障下，目前已经获批特效药能够减少危重病人数量、降低医疗挤兑风险，口服特效药的患者依从性和价格优势，有利于帮助人类摆脱对新冠的社会心理恐慌，是终结疫情广泛社会影响的关键的一环。

12 月第 5 周，布伦特油价震荡上行 2.38%，录得 77.94 美元/桶。原油价格对 Omicron 导致的第四波疫情高峰造成的利空逐渐钝感。供给方面，美国原油产能利用率小幅提升，产量较上周增产 20 万桶（1180 万桶/天），距离历史高点 1310 万桶，差距仅有 130 万桶。美国原油库存（不含战略储备）已降至 2021 年以来的低点。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度维持在 4%附近，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期不变。

12 月第 5 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：美元指数在 96 附近震荡并未突破前高

12 月第 5 周，美债实际利率下行 7bp，录得 -1.04%，伦敦现货金价继续上行，全周上涨 1.52%至 1829.24 美元。Omicron 变种广泛传播和联储加速 Taper 造成风险偏好压力近期有小幅缓解，美元指数震荡回调 0.50%，创下四周新低，录得 95.65。

12 月第 5 周，美元兑人民币（在岸）收跌 0.24%报 6.3550。人民币的短期交易拥挤度小幅回落（57%分位），情绪中性偏乐观。净流入中国市场（股票和债券）的境外资金量维持在较高水平，金融市场资金流向对人民币币值的影响中性偏利好。

5. 海外：通胀预期再次推升美债利率

冬季暴风叠加新冠疫情的再度爆发，导致美国境内航班出现大范围取消，在 Omicron 的传播得到有效控制前，疫情对美股风险偏好的冲击可能还会间歇性的发生。

疫情的反复可能让供应链问题解决的时间点继续延后，10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）上行 9bp 至 2.56%，连续两周的回升让 BEI 已经接近十一月末水平。我们对于供应链的缓解仍较为乐观，预计通胀缓解的时间点将会在特效药量产带来的劳动参与率回升和国际封锁打开之后（二季度）到来。

12 月第 5 周，标普 500 与道琼斯工业指数小幅反弹，纳斯达克指数震荡偏弱。标普 500 和道琼斯的风险溢价小幅回落（37%和 18%分位），纳斯达克的风险溢价维持中性略偏高的位置（见图 3）。

12 月第 5 周，美债 10 年期名义利率全周基本收平，录得 1.52%。10 年期实际利率下行 7bp 至-1.04%。美债期限溢价维持 33%分位。美元流动性溢价持续下行（18%分位），流动性环境较宽松，信用溢价回落至 11%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_35666

