

风险定价-周期股的核心在供给

证券研究报告

2021 年 09 月 14 日

9 月第 3 周资产配置报告

9 月第 2 周各类资产表现：

9 月第 2 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 3.58%，成交额 7.2 万亿元，成交量维持在高位。一级行业中，煤炭、有色金属和钢铁涨幅靠前；农林牧渔、机械和房地产等表现靠后。信用债指数与上周持平，国债指数下降了 0.17%。

9 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——周期股是短期较为明确的进攻方向，核心在供给而非需求

债券——情绪降温，久期策略回归中性

商品——铜价可能再次震荡回落

汇率——人民币窄幅震荡，今年是显著的双边市

海外——预期通胀小幅回升，市场风险偏好下降

风险提示：疫情再爆发；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

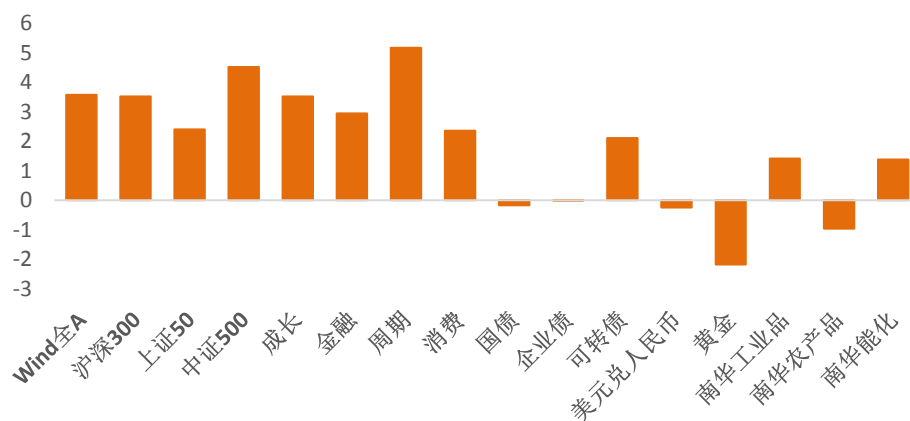
1 《宏观报告：美股业绩成色如何？ - 美股业绩成色如何？》2021-09-08

2 《宏观报告：风险定价- A 股窄幅震荡，市场分歧严重-9 月第 2 周资产配置报告》2021-09-07

3 《宏观报告：谁能保住疫情推高的出口份额？》2021-09-07

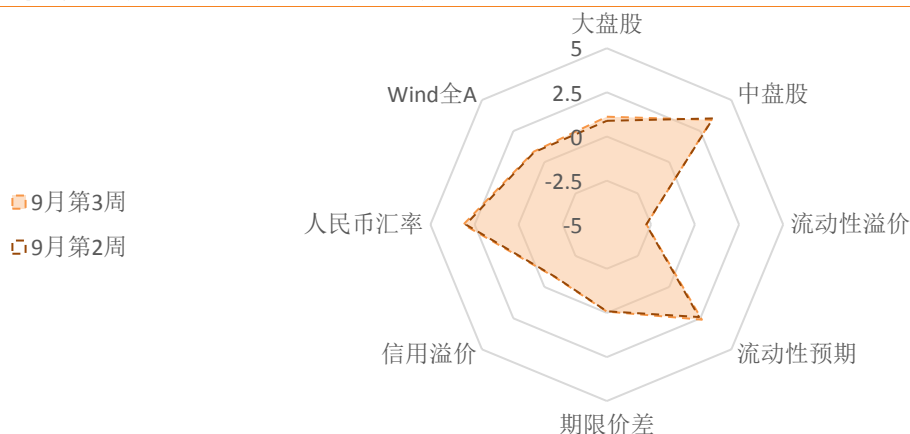


图 1：9 月第 2 周各类资产收益率(%)



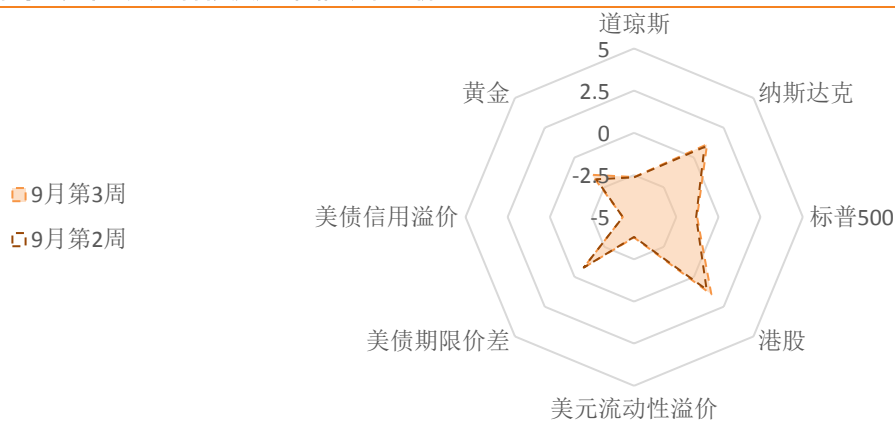
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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：周期股是短期较为明确的进攻方向，核心在供给而非需求

市场目前明确的进攻方向是周期板块，8月以来有两个因素支撑周期板块的胜率提升。第一是政策面，8月下旬央行召开信贷座谈会，紧信用逐渐进入尾声阶段，后续“稳增长”政策从货币到财政再到信用将逐步提升力度，信用收缩力度减弱有利于周期为代表的价值股。

第二是价格信号，8月PPI同比增速反弹至9.5%，幅度超市场预期，其中煤炭价格强势是主要贡献。需求端，出口拉动的工业用电需求和下游煤化工的限产放松（政治局会议纠正运动式减碳）是边际贡献。供给端，进口运输受限和国内坑口产能不足的影响持续存在。

对于周期股而言，财政和信用政策依次筑底相对明确，不确定的是幅度。由于周期股的核心影响因素在供给而非需求，因此需要关注的也是供给变化和价格信号。钢铁要密切关注限产政策的进展，目前钢厂产能与库存都在下降，消费端仍然偏弱，螺纹稍强，热卷更弱。煤炭要关注增产增供的情况，9月中旬将有近5000万吨/年产能的露天煤矿取得接续用地批复，这些煤矿将陆续恢复正常生产。

9月第2周，A股持续走高，Wind全A周上涨3.58%。周期、金融、消费和成长分别上涨了5.17%、2.94%、2.35%和3.52%。中盘股持续占优大盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨了2.41%和3.52%，中盘股（中证500）上涨了4.52%（见图1）。

A股整体市场情绪目前处在中低位置（26%分位），较上周小幅好转。上证50和沪深300的短期交易拥挤度小幅回调至26%和33%分位；中盘股的拥挤度上升至69%分位的偏高位置。中盘股情绪的波动较大，大盘股情绪持续升温（沪深300和上证50基差上升至32%和62%历史分位）。

板块方面，金融股的短期拥挤度回升至70%分位；市场对煤炭和电解铝行业的供给刚性约束的预期较强，涨价逻辑持续，周期股的短期拥挤度已经到了较高位置（85%分位）；成长股的短期拥挤度较上周下降4%，目前处在中性偏低的位置；消费股的短期拥挤度仍然维持在11%分位的较低水平。风格拥挤度从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

Wind全A的相对估值水平维持【中性】（见图2）。上证50与沪深300的估值【中性偏便宜】，中证500的估值【便宜】。金融估值【很便宜】（90%分位），成长估值【便宜】（73%分位），周期估值回升（67%分位），消费维持【较便宜】。风险收益比从高到低的排序是：金融>成长>周期>消费。

北向资金周净流入140.65亿，北上情绪仍较乐观，北向净流入加大，加仓回调较多的医药消费。南向资金净流出82.32亿港元，恒生指数的风险溢价维持中性偏高区间，性价比逐步开始显现。

2. 债券：情绪降温，久期策略回归中性

9月第2周，新增专项债发行721.01亿元，净融资额259.31亿元，发行速度维持前期的较快水平。央行逆回购净回笼800亿，流动性溢价维持22%分位。中长期流动性预期与上周基本持平。

9月第2周，期限溢价维持中性水平附近，长端利率债与短端利率债的性价比已经持平，久期策略回归中性。信用溢价没有继续回升（42%分位），目前信用债整体性价比中性偏低。

9月第2周，债券市场的乐观情绪继续降温，利率债的短期拥挤度回落至55%分位，信用债的短期拥挤度下降至43%分位，相比之下，转债的拥挤度仍处在高位（80%分位）。

3. 商品：铜价可能再次震荡回落

9月第2周，工业品价格多数上涨。螺纹钢的表观消费量小幅回升，但热轧卷板的消费量仍然较弱，钢厂产能与库存都在下降，后续要密切关注限产政策的进展。煤炭价格维持强势。

铜价方面，铜矿罢工结束，供应量将增加，加工费回升至去年 2 月份疫情前的水平，汽车消费疲软，供需紧平衡的局面基本缓解，**铜价可能再次震荡回落**。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在中性附近震荡，市场情绪中性。

油价方面，9 月第 2 周布油上涨 0.47%。供给端，飓风艾达离开后，墨西哥湾持续恢复产量，美国安全与环境执法局数据显示，截至当地时间周五，墨西哥湾海上平台产能已恢复 34%。需求端，9 月第 2 周新冠确诊超 95 万。预计后续油价震荡偏弱。衍生品市场上，布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度小幅上升至 4.5%，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期没有变化**。

9 月第 2 周，能化品、工业品和农产品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：人民币窄幅震荡，今年是显著的双边市

9 月第 2 周，美元指数小幅反弹，收于 92.64。现货金价下跌 2.18%，收于 1787.52 美元。COMEX 黄金非商业净多头持仓占比下降至 40%历史分位，拥挤度处在中低水平。

中国经济数据走弱，美元兑人民币（在岸）下跌 0.19%，收于 6.44。人民币的短期交易拥挤度快速上升至历史 45%分位。下半年中国经济走弱和货币再宽松，经济和政策周期均领先美国，人民币汇率存在小幅贬值压力，但中美周期差异并不显著，贬值空间有限。9 月第 2 周，全球资金继续净流入中国股票和债券市场，金融市场现金流向对人民币汇率影响转向中性偏多。

5. 海外：预期通胀小幅回升，市场风险偏好下降

联储仍然坚持通胀是“暂时的”，预计 9 月 FOMC 不会宣布 Taper 计划，名义利率和实际利率都在低位震荡。9 月第 2 周，美国 10Y 名义利率维持在 1.35%，实际利率回落至 -1.05%，通胀预期小幅上升至 2.40%。美债期限溢价维持在 42%分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 7%和 12%分位的历史低位。

8 月非农数据大幅低于预期后，美股市场风险偏好下降，美元回升，美股进入震荡。由于前期美股上涨的主要贡献是盈利而非估值，因此美股后期最大的风险点也是盈利不及预期。估值方面，标普 500 和道琼斯的风险溢价仍处在较低位置（37%和 24%分位），纳斯达克的风险溢价有一定程度回升（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_26671

