

风险定价-风格分化正在快速收敛

证券研究报告

2021 年 10 月 13 日

10 月第 2 周资产配置报告

9 月第 5 周至 10 月第 1 周各类资产表现：

近两周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 0.87%，成交额 5.4 万亿元，成交额下降较快。一级行业中，农林牧渔、食品饮料和消费者服务涨幅靠前；基础化工、有色金属和钢铁等表现靠后。信用债指数上涨 0.02%，国债指数下跌了 0.07%。

10 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——风格分化快速收敛，风格切换并不明显

债券——节后政策信号模糊，流动性溢价小幅回升

商品——通胀预期回升至前高水平

汇率——美债实际利率连续两个月回升

海外——11 月宣布 Taper 计划但大概率不会立即执行

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：四季度交易什么？》

2021-10-09

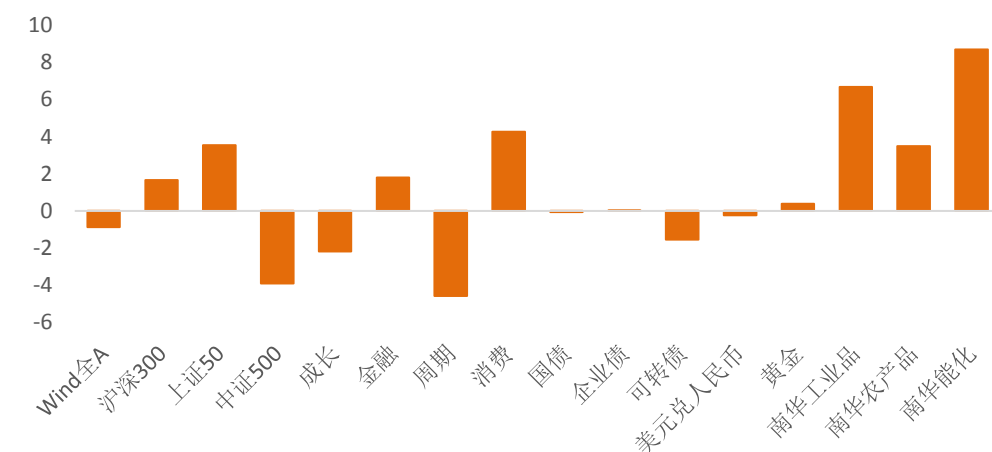
2 《宏观报告：宏观-限电政策的三个

变化和一个不变》2021-10-09

3 《宏观报告：宏观-3 季度 GDP 增速

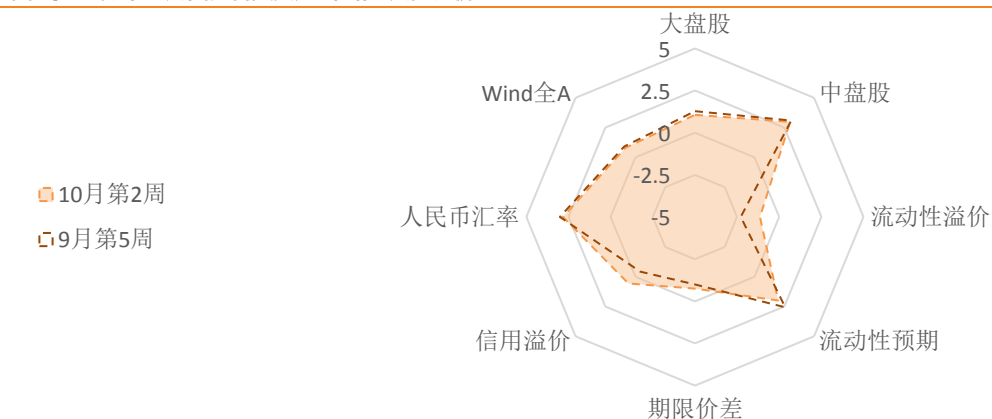
可能低于 5%》2021-09-30

图 1：9 月第 5 周至 10 月第 1 周各类资产收益率(%)



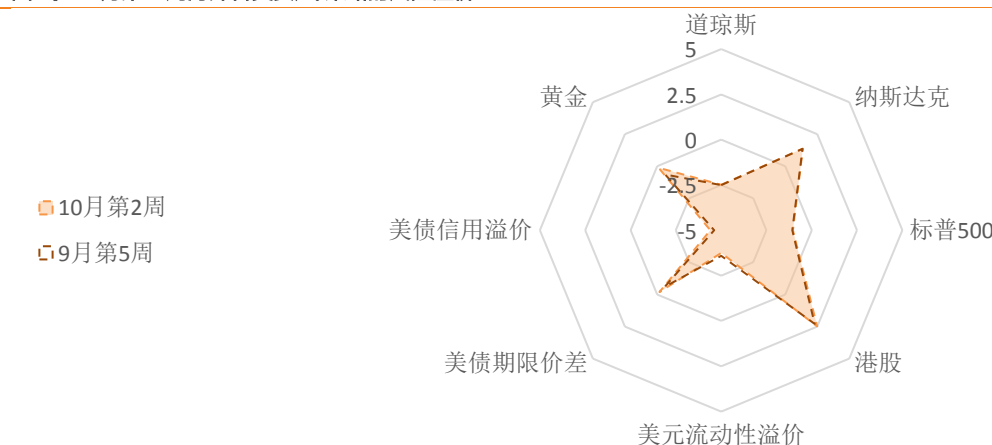
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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：风格分化快速收敛，风格切换并不明显

Wind 全 A 近 5 个交易日下跌 0.87%。消费继续反弹 4.26%，金融上涨了 1.79%，周期和成长下跌了 4.58%和 2.17%。大盘蓝筹与中盘股的表现反转，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 3.53%和 1.66%，中盘股（中证 500）下跌了 3.92%（见图 1）。

板块方面，**风格分化正在快速弥合**。7 月以来成长股的拥挤度下降较多，目前已经回落到与消费股同一水平（37%分位）。周期股的短期拥挤度上升到历史高位后开始回落，目前仍在中高位置（77%分位）。金融股的拥挤度稳步回升，目前已经来到中位数上方。**拥挤度从高到低的排序是：周期>金融>消费>成长**。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度继续回升，向中位数靠近（50%分位和 44%分位）；前期较热的中盘股的拥挤度下降至 71%分位。衍生品市场，中盘股情绪较前期有所升温（74%分位），大盘股情绪保持乐观（沪深 300 和上证 50 基差上升至 80%和 93%历史分位）。**近期，衍生品市场上对大小市值的偏好发生了反转，开始转向看好大盘蓝筹**。

Wind 全 A 的风险溢价与上周持平，相对估值水平【中性偏便宜】（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】。金融处于【很便宜】区间（89%分位），成长、周期和消费维持估值【较便宜】（71%、69%和 64%分位）。**风险溢价从高到低的排序是：金融>成长>周期>消费**。

消费股的风险溢价已经修复到和成长股、周期股接近的位置，金融股的相对性价比仍然突出。中盘股与大盘股的风险溢价差距已经从 7 月份的 40%下降到了 20%附近。经过过去一段时间的风格再平衡，**市场前期的弱势板块（大盘股、消费）与强势板块（中盘股、成长、周期）的性价比差异也在快速收敛**。

9 月 15 日至 10 月 8 日，前期强势的中证 500、成长和周期分别下跌了 6.16%、4.05%和 9.76%，而前期相对弱势的沪深 300、上证 50 和消费分别上涨了 0.26%、2.13%和 5.95%。**衰退预期之下，市场避险情绪逐渐上升，低估值的防御板块受到资金青睐。但同时，成交量的快速萎缩也表明投资者目前的风格切换并不坚决，仍在观望通胀压力和流动性的边际变化**。

2. 债券：节后政策信号模糊，流动性溢价小幅回升

近两周，新增专项债发行了 928.18 亿元，净融资额 909.79 亿元，发行速度维持 8 月中旬以来的较快水平。央行公开市场操作净回笼 400 亿，流动性溢价回升至 39%分位，处在【中性较松】的区间内。中长期流动性预期小幅回落（70%分位）。

期限溢价较前期有所回升（42%分位），久期策略的性价比中性偏低。信用溢价回到中位数之上（56%分位），在地产债不断下跌之后，信用债整体性价比有所回升。

在货币政策暂时没有明显再宽松信号以及大宗商品价格上涨超预期的背景下，**债券市场的情绪继续降温**，利率债的短期拥挤度降至 43%分位，信用债的短期拥挤度降至 33%分位，转债的拥挤度仍处在高位（80%分位）。

3. 商品：通胀预期回升至前高水平

9 月 29 日发改委回应能源保供问题，对内将在确保安全的前提下全力增产增供、进一步核增和投产优质产能，对外将适度增加煤炭进口，同时部分省份开始放宽电价浮动区间。山西严重洪涝灾害致 60 座煤矿停产，**煤炭短期继续保持强势**。

国内粗铜和精铜加工费与节前基本持平，已经回升至疫情前水平，铜供需已基本平衡。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持 55%分位，市场情绪维持中性略偏乐观。

今年欧洲缺风导致多地不得不采用天然气发电来弥补风电的缺口。欧洲区域性天然气库存仅为满负荷水平的 74.7%，为 10 多年来最低水平。拉尼娜气候导致寒冬预期，叠加俄罗斯没有在北溪二号完工后迅速增加天然气供给，欧洲天然气价格迅速飙升。10 月 6 号，普京表示俄罗斯可能增加对欧洲的天然气供应之后，天然气价格开始企稳。从油气

比价来看，八月开始每百万英热的天然气价格就已经超过了柴油的价格，从经济性考虑电厂会采用柴油发电替代天然气发电，导致原油需求也边际增加。近两周布伦特油价上涨 6.93%。短期原油定价权在 OPEC 手上，10 月的 OPEC 会议决定维持之前的减产计划，让供需紧平衡的环境得以持续，WTI 原油价格创下 7 年来的新高。

全球能源价格的普涨推高了美债 10 年期盈亏平衡通胀预期。10 月 8 日，通胀预期已经上涨至 2.5%，逼近前期高点。目前能化品、工业品和农产品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

图 4：10 年盈亏平衡通胀预期快速上升至 2.5%

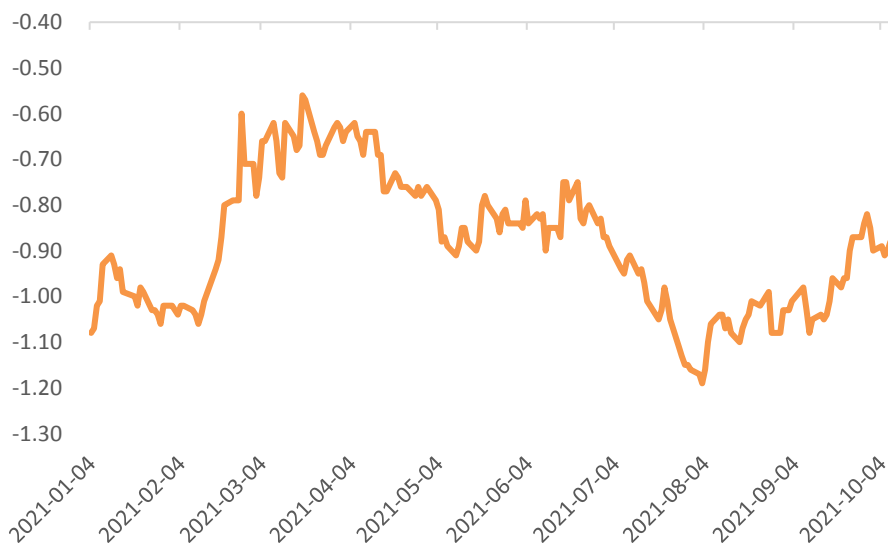


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 汇率：美债实际利率连续两个月回升

美债实际利率从 8 月 3 日的低点 -1.19% 连续回升了近 2 个月至 9 月 29 日的高点 -0.82%，后受通胀预期上涨较快的压制有所回落，10 月第 1 周收于 -0.89%。现货金价回升 0.38%，收于 1756.63 美元。COMEX 黄金非商业净多头持仓占比目前处在 30% 历史分位，拥挤度维持较低水平。9 月第 5 周至 10 月第 1 周，美元指数上涨 0.90%，收于 94.11，突破前期高点。

图 5：近两个月美债实际利率回升近 30bp



资料来源：Wind，天风证券研究所

实际利率过去两个月回升近 30bp，带动美元指数走强，一是 9 月以来 taper 预期升

温，二是 10 月 7 日参议院将债务上限延长至 12 月 3 日，财政扩张的预期有所上升，压制实际利率回升的货币财政因素都有所缓解。疫苗和口服特效药拉大了美国与非美经济体的复苏时间差，短期美元指数仍然偏强。

5. 海外：11 月宣布 Taper 计划但大概率不会立即执行

美国 9 月非农就业人数仅新增 19.4 万人，大幅低于市场预期的 50 万人，失业率 4.8% 创疫情以来新低，时薪增速创疫情以来新高。美国劳动力市场数据依然存在较多矛盾，预计美联储 11 月初议息会议可能宣布 Taper 计划，但不会立即执行。当前美国就业市场既存在摩擦失业，也存在结构失业。疫情反复令接触类行业如住宿餐饮、电影娱乐等就业摩擦较大、恢复缓慢，但疫情中退休人群集中的制造业、采矿业可能面临长期用工短缺的情况。（详见《鲍威尔的困惑——是工作找不到人？还是人找不到工作？》）

美国 10Y 名义利率继续上行，收于 1.61%。实际利率下降 2bp 至 -0.89%，通胀预期上升至前期高点 2.50% 附近。前期名义利率的上升主要是受实际利率的驱动，而从 9 月底开始，实际利率开始小幅回落，通胀预期接棒，继续推高名义利率。美债期限溢价维持在 48% 分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 13% 和 6% 分位的历史低位。

参考 2013 年，美债利率在 Taper 信号刚刚释放之后快速爬升，临近 Taper 落地时反而随基本面转弱而回落。本轮 Taper 预期充分，经济复苏已经高位回落，并且压制实际利率为负的因素如高储蓄率、低增长、央行扩表等仍然存在，**预计这次利率反弹已经到了最快的时间，反弹高点和今年 3 月近似。**

目前在名义利率和美元升值的压力下，美股风险偏好脆弱。受油价刺激，能源股近期表现强势，同时金融股也在利率上升的支撑下有所上涨，科技股回调明显，指数层面分化加大。估值方面，标普 500 和道琼斯的风险溢价仍处在较低位置（40% 和 25% 分位），纳斯达克的风险溢价维持中性略偏高的位置（见图 3），美股前期涨业绩不涨估值，因此后续主要风险也来自于业绩。

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_27706

