

# 风险定价-海外市场的滞胀担忧有所缓解

证券研究报告

2021年10月27日

## 10月第4周资产配置报告

10月第4周各类资产表现:

10月第3周, 美股指数多数上涨。Wind全A上涨了0.52%, 成交额5.0万亿元, 成交额小幅回升。一级行业中, 基础化工、家电和非银行金融涨幅靠前; 消费者服务、通信和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨了0.03%, 国债指数下跌了0.01%。

10月第4周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——北向资金情绪快速反弹, A股短期情绪中性偏乐观

债券——专项债发行速度减缓, 流动性环境仍较宽松

商品——煤炭价格大跌, 工业品情绪降温

汇率——风险偏好回升, 美元指数回调

海外——海外市场的长期滞胀担忧有所缓解

**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

linyanyan@tfzq.com

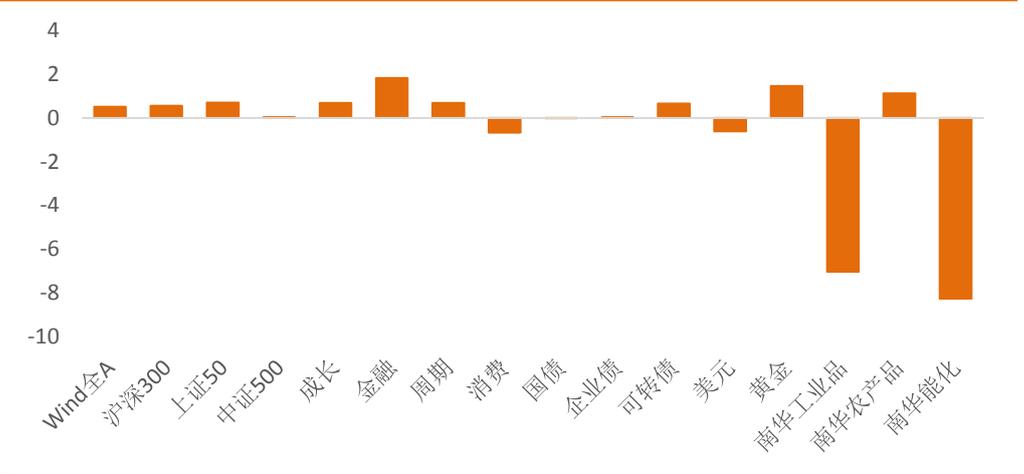
相关报告

1 《宏观报告: 10月资产配置报告》  
2021-10-25

2 《宏观报告: 宏观-消费复苏动能为何持续缺失》  
2021-10-22

3 《宏观报告: 风险定价-在高胜率和高赔率的方向两头布局-10月第3周资产配置报告》  
2021-10-19

图 1：10 月第 3 周各类资产收益率(%)



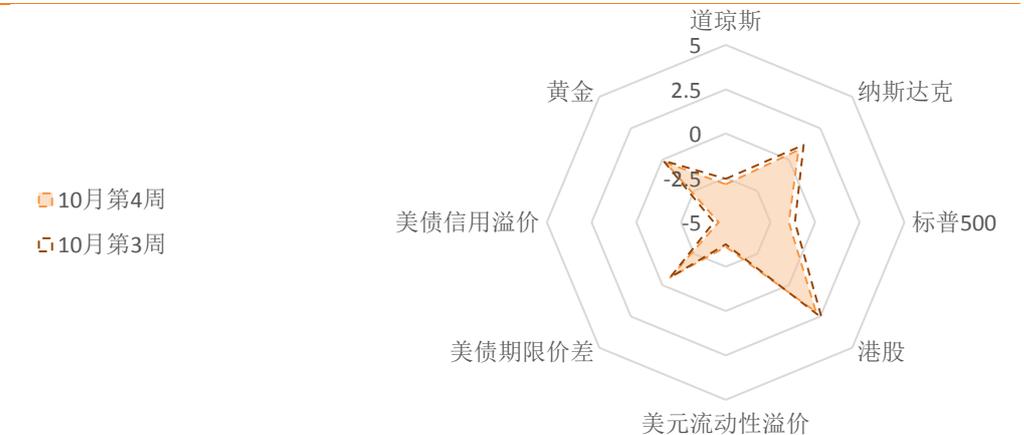
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 月第 4 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 4 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：北向资金情绪快速反弹，A 股短期情绪中性偏乐观

10月23日，全国人大常委会决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。这条消息对房地产股的影响应该是短空长多。从短期来看，房地产税落地会重塑房地产投资的价值预期，特别是从动态来看，如果多套房家庭同时作出减持决策，微小的局部影响也可能引发全局性的共振。从长期来看，房地产税是房地产长效机制改革的重要一环，政策试点落地既意味着此前限购限贷等需求侧政策可以逐渐退出，也给供给侧的土地市场化改革提供空间，有助于房企长期盈利水平改善。

10月第3周，A股小幅回弹，Wind全A周上涨0.52%，A股短期情绪拥挤度小幅回落至60%历史分位的中性偏高位置。金融、成长和周期上涨了1.83%、0.70%和0.70%，消费下跌0.67%。大盘蓝筹表现仍略强于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨了0.71%和0.56%，中盘股（中证500）止跌反弹，上涨了0.03%（见图1）。

行业风格方面，消费股的短期拥挤度继续上升至较拥挤位置（67%分位）；周期股的拥挤度回落至中性以下；金融股和成长股调整后的短期拥挤度目前也回落到中低位置。**拥挤度从高到低的排序是：消费>金融>成长~周期。**

大小盘方面，大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度与上周基本持平，维持在中性附近（61%和44%分位），中盘股的拥挤度降至32%的较低位置。**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。**衍生品市场的情绪仍较为乐观，中证500的基差维持89%分位，沪深300和上证50基差小幅回落至76%和79%分位。

Wind全A估值水平维持【中性偏便宜】（见图2）。上证50与沪深300的风险溢价小幅下降，目前处在【中性偏便宜】区间，中证500的估值【便宜】。金融风险溢价与前期持平，估值【很便宜】（88%分位），周期和成长估值【较便宜】（73%和67%分位），消费估值【中性】（52%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233.03亿，其中10月22日、23日大幅净买入超百亿，北向情绪恢复较快。南向资金净流入41.20亿港元，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：专项债发行速度减缓，流动性环境仍较宽松

截止第3周，10月地方政府专项债新发1184.89亿元，净融资额1148.39亿元，发行速度相较9月有所下降（9月整月发行量5230.69亿元）。10月22日，财政部明确2021年新增专项债额度尽量在11月底前发行完毕。截止10月26日，专项债已发行28493.72亿元，因此11月底之前仍需要新发行近8000亿（2021年专项政府债预算为36500亿）。

10月第3周，央行公开市场操作净投放2600亿，流动性溢价维持在【较宽松】的水平（27%分位），中长期流动性预期小幅回升（78%分位）。

10月第3周，期限价差与上周持平（54%分位），久期策略性价比中性，信用溢价维持中位数附近（50%分位），信用债整体性价比中性。

10月第3周，债券市场整体维持较悲观的情绪，利率债和信用债的短期拥挤度进一步向低位回落（25%和24%分位），转债情绪短期拥挤度也回落到中性以下。

## 3. 商品：煤炭价格大跌，工业品情绪降温

10月第3周，主要工业开工率涨跌互现：高炉开工率和焦炉生产率下降；钢厂开工率和半钢胎开工率回升。农产品价格多数回升，但工业品价格跌幅较大。动力煤，纯碱焦煤等前期强势品种跌幅都超过或接近20%，悲观情绪在工业品中蔓延较快。

10月22日，国家发展改革委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会，研究制止煤炭企业牟取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施。这是从10月19日至22日，4天国家发改委连续第9次发文，旨在做好煤炭市场保供稳价工作。政策累积效应开始出现，对看多情绪形成了明显的压制，叠加煤炭价格处在绝对高位，调整较大。但短期内供需矛盾的还是较难通过行政手段解决，预期煤炭价格调整后

或有望企稳。

10月第3周，LME铜回落5.26%，重新回到了10000美金以下。铜价高位下游采购去向谨慎，矿厂和废铜的供给也有所回升，供需矛盾仍趋向于缓解。但是库存较低给了铜价一定支撑，铜价短期可能重新回到震荡偏弱的局面。COMEX铜的非商业持仓拥挤度稳步上升至67%分位，市场情绪维持中性偏乐观。

布伦特油价持续走高，上涨1.07%，收于85.77美元/桶。供给方面，美国原油产能利用率小幅上升，产量较上周减少10万桶（1130万桶/天），接近9月初墨西哥湾飓风之前的产量水平，美国原油库存（不含战略储备）与上周基本持平。布油主力合约相对于6个月的远月合约贴水幅度上升至5.8%，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。**

10月第3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：风险偏好回升，美元指数回调

10月22日，联储主席鲍威尔表示，联储很快开始缩减购债规模，但目前还不是加息的时候。但也补充说如果联储看到通胀预期上升的严重风险时将提高利率。近期海外市场对经济持续处于滞胀的担忧有所缓解。

10月第3周，随着短期风险偏好的回升，美元指数震荡下挫0.38%，收于93.61。美债实际利率基本与前期持平现货金价回弹1.07%，收于1792.28美元。COMEX黄金非商业净多头持仓占比目前处在35%历史分位，拥挤度中性偏低。

10月第3周，人民币持续走强，美元兑人民币（在岸）下跌0.69%，收于6.38，人民币的短期交易拥挤度处于中高位置（69%分位），情绪中性偏乐观。外资流入与流出中国股票和债券市场的数量基本持平，金融市场资金流向对人民币币值影响中性。

#### 5. 海外：海外市场的长期滞胀担忧有所缓解

美国10Y名义利率继续回升7bp，收于1.66%。实际利率与上周基本持平，10Y盈亏平衡通胀预期升至2.64%，为2012年9月以来的最高水平，目前名义利率的回升主要还是通胀预期的贡献。美债隐含通胀预期也处在历史高位，如果油价无法保持当前的强势，通胀预期继续上攻将面临比较大的阻力。

美债期限溢价维持在44%分位，但两年期的国债利率已经上升到了0.48%，八月底至今反弹了接近30bp，市场对美联储明年加息的预期逐渐增强，**美债曲线表现出熊平。**目前，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在14%和4%分位的历史低位。

鲍威尔首次提到加息的可能性，虽然加息依然遥远，但表现出了美联储对于通胀依然存在有限的容忍度。海外市场对于经济长期滞胀的担忧有所缓解，叠加美国9月Markit

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\\_28287](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28287)

