

风险定价-近期海外市场调整的原因

证券研究报告

2021 年 12 月 21 日

12 月第 4 周资产配置报告

12 月第 3 周各类资产表现：

12 月第 3 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 1.02%，成交额 5.8 万亿元，成交额小幅回落。一级行业中，传媒、电力及公用事业和煤炭涨幅靠前；汽车、有色金属和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨了 0.04%，国债指数上涨了 0.10%。

12 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——股指对重要会议的反应清淡

债券——2022 年新增专项债额度提前下发

商品——Omicron 加速传播，多国国际封锁加码压制原油需求

汇率——Omicron 传播加速叠加 Taper 提速，避险情绪升温美元走强

海外——曼钦和疫情打击复苏预期，四巫日和圣诞节放大波动

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

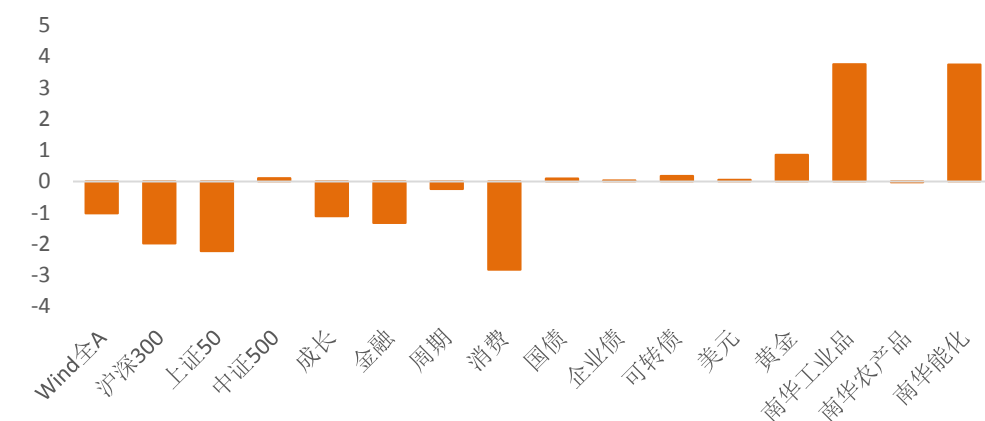
相关报告

1 《宏观报告：宏观-2022，类似 2019 的一年》2021-12-17

2 《宏观报告：用加息预期打败加息-用加息预期打败加息》2021-12-17

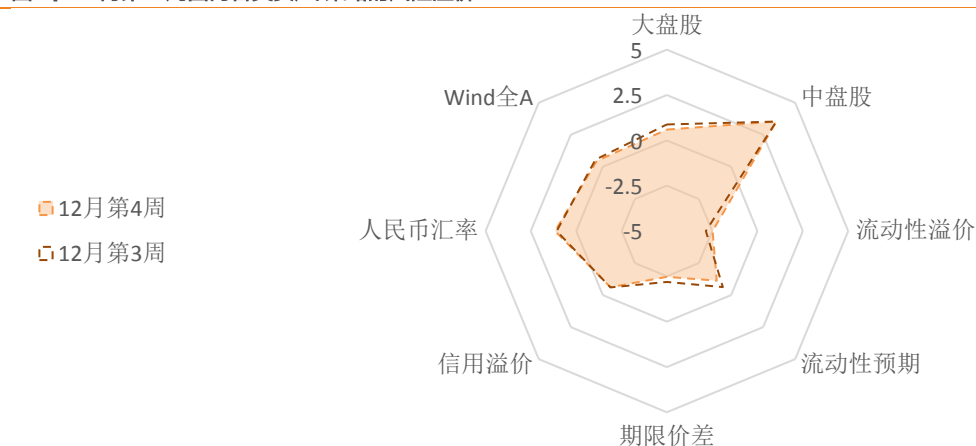
3 《宏观报告：风险定价-市场对经济工作会议如何反应？-12 月第 3 周资产配置报告》2021-12-15

图 1：12 月第 3 周各类资产收益率(%)



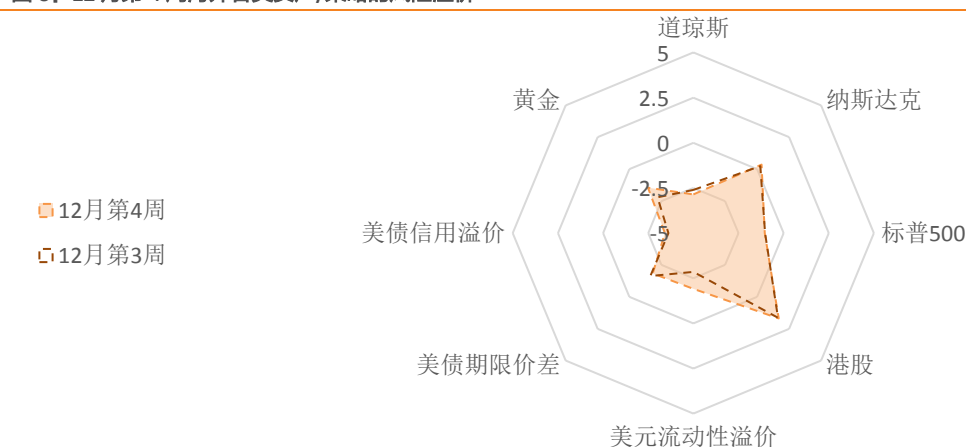
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：股指对重要会议的反应清淡

7 月底政治局会议开始强调宏观政策“跨周期调节”、“做好今明两年宏观政策衔接”以来，市场对于明年稳增长优先、财政支出进度加快、节奏尽量靠前的预期已经逐步形成，因此市场对经济工作的进一步交易决策取决于政策力度和发力方式是否超预期。然而经济工作会议对地产和隐性债务的态度明确，没有突破存量政策空间约束的迹象，穿“新鞋”（高质量发展）不走“老路”（依靠地产和传统基建刺激）的政策前提下，各部门各地区如何承担稳增长的责任，是阻碍市场对于政策预期进一步向上定价的不确定性。因此，在中央经济工作会议召开后的一周，A 股指数表现反而表现出了观望等待的态度。（详见 12 月第 3 周《风险定价-市场对经济工作会议的反应》）

12 月第 3 周，A 股震荡回调，Wind 全 A 周下跌了 1.02%，消费、金融、成长、周期分别收跌 2.82%、1.33%、1.11%和 0.24%。市值因子上，大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌了 2.23%、1.99%，中盘股（中证 500）小幅上涨 0.11%（见图 1）。从结构上看，一级行业中，传媒、电力及公用事业和煤炭涨幅靠前；汽车、有色金属和消费者服务等表现靠后。传媒板块中的数字媒体、电视广播、影视院线，公用事业板块中的电力、环境设备、电网设备，周期板块中的基础设施建设、煤炭开采及煤炭等二级行业涨幅靠前——体现了“慎重出台有收缩效应的政策”的政策纠偏预期。小家电、能源金属、医疗服务等二级行业跌幅靠前。

以沪深 300 作为基准的 A 股情绪指数持续快速上行，目前处于较高的位置（85%分位）。行业风格方面，成长股的短期拥挤度与上周基本持平（63%）；周期股和消费股的短期拥挤度上升至中性偏拥挤位置（65%和 62%分位）；金融股的短期拥挤度持续回升，已经来到中位数附近（49%分位）。**拥挤度从高到低的排序是：周期>成长>消费>金融。**

市值维度上，大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度站上中位数（均处于 54%分位）；中盘股的拥挤度持续回升超一个月，目前处在中性偏拥挤位置（62%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 的基差均处在 90%以上的历史高位，中证 500 的基差维持在 88%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 的风险溢价小幅回落，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。**

12 月 17 日，证监会发布《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定（征求意见稿）》。“沪深港通”新规将第十三条第一款修订为，“投资者依法享有通过内地与香港股票市场交易互联互通机制买入的股票的权利。沪深股通投资者不包括内地投资者。新规从严监管“假外资”，对未来北向资金可能会有一定不利影响。12 月第 3 周，北向情绪仍较火热，北向资金周度净流入规模较上周有所减少，但也达到了 114.67 亿。金融板块较受外资追捧：东方财富、招商银行和中国平安净流入靠前。南向资金净流入 174.92 亿港元，连续 18 个交易日净流入，情绪持续回温。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：2022 年新增专项债额度提前下发

财政部副部长许宏才在 12 月 16 日宣布财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，短期内专项债发行速度可能会维持 8 月以来的较高速度。12 月第 3 周，央行公开市场操作净回笼 4500 亿，**流动性溢小幅回升至 25%分位，维持在【较宽松】水平。中长期流动性收紧的预期继续减弱，流动性预期回落至 39%分位。**

期限价差持续下降（25%分位），久期策略性价比比较低。信用溢价维持在 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 71%分位），而高评级信用债风险溢价估值仍然较贵（风险溢价回升至 17%分位）。

12 月第 3 周，债券市场较乐观的情绪略有降温。利率债短期拥挤度自十一月以来首次出现回落（66%分位）。目前中证转债指数的短期交易拥挤度维持在 81%分位的历史高位，

剔除银行之后的转债交易拥挤度小幅维持在 89%分位，**中证转债成交量持续回落**，12 月 17 日成交额已回到 7 月 1 日以来的新低，**过热交易导致的脆弱性仍高**；信用债的短期拥挤度回落至中位数附近（50%分位）。

3. 商品：Omicron 加速传播，多国国际封锁加码压制原油需求

12 月第 3 周，国内主要工业开工率多数上涨，唐山钢厂高炉开工率、半钢胎开工率、焦炉生产率环比上升，PTA 开工率环比下降。工业品价格多数上涨，螺纹钢和热轧卷板价格止跌回弹，分别收涨 4.23%、5.33%；有色价格震荡上行，铝、锌环比上涨 4.34%、3.01%，铜环比下跌 0.23%；本周煤炭生产受多重因素影响，部分煤矿因超产问题被处罚，孝义盗采煤矿发生重大事故，中央宣布将开展专项排查，陕西首先宣布开展安全专项行动。在产能复苏受阻的预期下，焦煤、焦炭价格强势回升，环比上涨 12.07%、4.81%。

12 月第 3 周，LME 铜环比下跌 0.64%，收于 9446 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在中位数附近（49%分位），市场情绪中性。

根据美国疾病控制与预防中心（CDC）数据显示，奥密克戎毒株正在以最快速度在纽约和新泽西传播。纽约 12 月 20 日报告新增确诊病例 24543 例，刷新纪录。欧洲疫情的传播速度也不容乐观，德国新增确诊仍在高位，英法意等国都创下了下半年以来的新高。其中英国 12 月 20 日新增确诊达到 9.5 万人，为疫情以来新高。

12 月第 3 周，有更多国家加强防疫措施。但目前来看感染 Omicron 之后的重症率并未超过 Delta，因此发达国家目前并没有加码国内封锁措施。国际封锁措施预计待疫苗做出针对 Omicron 之后的更新后也将逐渐解除，但短期内对国际大宗商品的需求仍有一定负面影响。

12 月第 3 周，布伦特油价收跌 3.03%，录得 72.87 美元/桶。供给方面，美国原油产能利用率继续提升，产量与上周持平（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）大幅下降。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 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：Omicron 传播加速叠加 Taper 提速，避险情绪升温美元走强

12 月第 3 周，伦敦现货金价震荡上行，收涨 0.87%至 1798.11 美元。Omicron 传播加速重燃避险情绪，叠加美联储加快退出 QE，美元指数走强，上涨 0.65%至 96.68。美债实际利率下行 1bp，录得-0.97%。

12 月第 3 周，美元兑人民币（在岸）震荡走强，上涨 0.09%，收于 6.3761。**人民币的短期交易拥挤度小幅回落（63%分位），情绪中性偏乐观**。投资中国市场（股票和债券）的境外资金再次转为净流入，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：曼钦和疫情打击复苏预期，四巫日和圣诞节放大波动

12 月 FOMC 议息会议上，美联储如期宣布加速 Taper，按照当前的节奏，资产净购买将于明年一季度终结。对于市场最关心的加息决策，鲍威尔没有对加息时间给任何明确指引，也明确表态不会在 Taper 时加息。点阵图“明年三次加息”的预测并不牢靠。当前美国的经济状态类似 2018 年下半年，经济刚有向下的苗头，联储还在滞后性收缩，未来货币政策态度发生 180 度转向是可能的。（详见《用加息预期打败加息》）

美债 10Y 盈亏平衡通胀预期从 11 月 15 日的高点 2.76 下降了近 40bp，联储用加息预期压低通胀预期，从而压低加息概率的策略初见成效。对市场来说，联储打压通胀预期反而是好事，意味着被迫加息、股债双杀的概率下降，因此近期美股的波动和联储加速 taper 以及加息预期之间没有可靠的关联。

美股波动主要的原因来自于拜登 1.75 万亿刺激法案推迟和 Omicron 感染人数快速上升打击了复苏预期和风险偏好，因此股票下跌、债券上涨，而四巫日和圣诞节前的低流动性水平放大了市场波动。

美国疾病控制与控制中心（CDC）12 月 20 日发布最新数据，截至 12 月 18 日，感染奥密克戎病例已占上周全美新增病例的 73%。虽然从目前的证据来看，Omicron 致死率和确诊后重症率较 Delta 没有明显提升。但是传染速度的提升仍倒逼许多国家加强防控措施。目前防控措施多是针对国际人员流动，对国内的防控并没有明显升级。我们认为对国际人员流动的限制更多是以空间换时间，待疫苗针对 Omicron 变种进行升级并量产后续预计 Omicron 的影响会大大下降。

12 月 19 日，持有关键一票的民主党参议员曼钦再次明确表示，将反对支持拜登的 1.75 万亿美元的“重建更好”法案，此举迫使法案延迟到明年 1 月再议。财政刺激表决延后叠加 Omicron 的快速传播对美国经济的复苏预期形成了压制。

12 月 17 日是每个季度一次的“四巫日”，股指期货、股指期权、个股期权和个股期货合约同时在当日到期，引发市场波动，风险溢价更低的道琼斯指数受影响更加严重。12 月第 3 周，标普 500 和道琼斯的风险溢价与前期基本持平（40%和 21%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 3 周，美债 10 年期名义利率周内下行 7bp 至 1.41%。10 年期盈亏平衡通胀预期下行 6bp 至 2.38%；10 年期实际利率全周基本收平。美债期限溢价小幅下降至 32%分位。值得注意的是，美元流动性溢价回升明显，已经来到了 31%分位的中低位置，信用溢价维持在 16%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_31691

