

风险定价 | 总需求超季节性回落，但关注点仍然在分母

证券研究报告

2021 年 03 月 03 日

3 月第 1 周资产配置报告

2 月第 4 周各类资产表现：

2 月第 4 周，美股受美债长端快速上涨驱动下跌，价值占优成长，中小市值占优大市值。Wind 全 A 下挫 5.92%，成交额 5.2 万亿，成交额维持在高位。一级行业中，房地产、钢铁和综合涨幅靠前；汽车、消费者服务和食品饮料等行业表现靠后。信用债指数上涨 0.14%，国债指数继续震荡。

3 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——总需求超季节性回落，但关注点仍然在分母

债券——油价快速上涨不会触发货币政策超预期收紧

商品——原油价格受短期供给扰动，高价较难维持

汇率——人民币短期可能继续维持震荡走势

海外——实际利率上行过快更像是短期交易导致

风险提示：疫情再爆发；信用下降超预期；行业景气度回落早于预期

作者

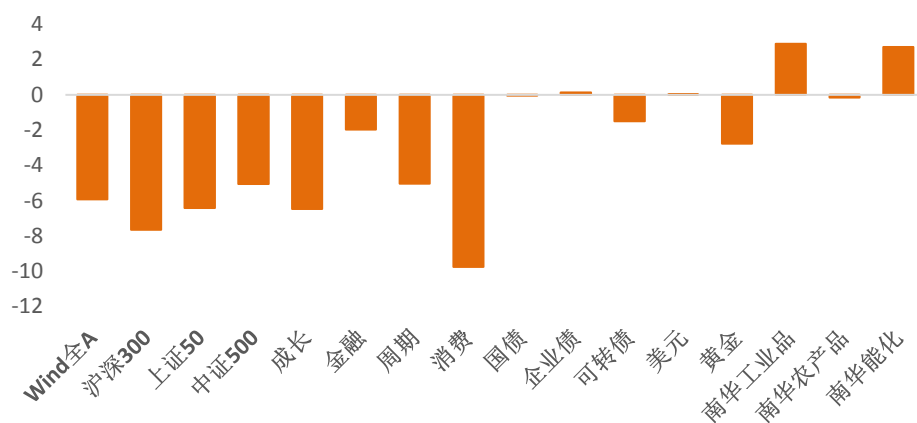
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

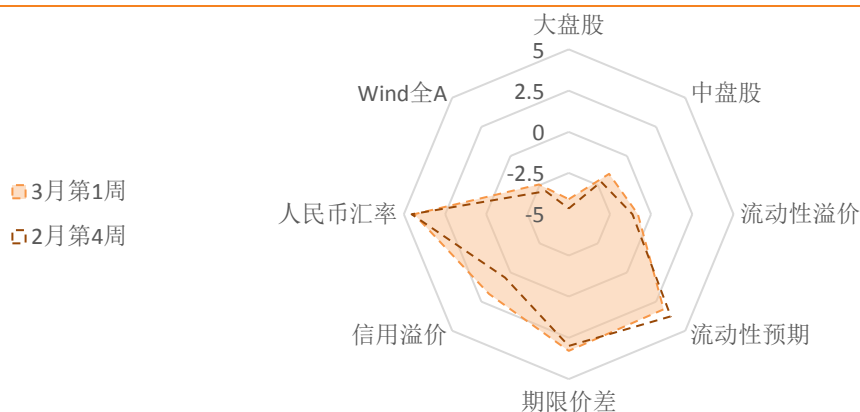
- 1 《宏观报告：风险定价 | 价值再平衡加剧-2 月第 4 周资产配置报告》
2021-02-24
- 2 《宏观报告：宏观-如何理解国际收支变化和外汇占款的关系及影响》
2021-02-23
- 3 《宏观报告：美股泡沫的持续性和脆弱性》 2021-02-22

图 1：2 月第 4 周各类资产收益率(%)



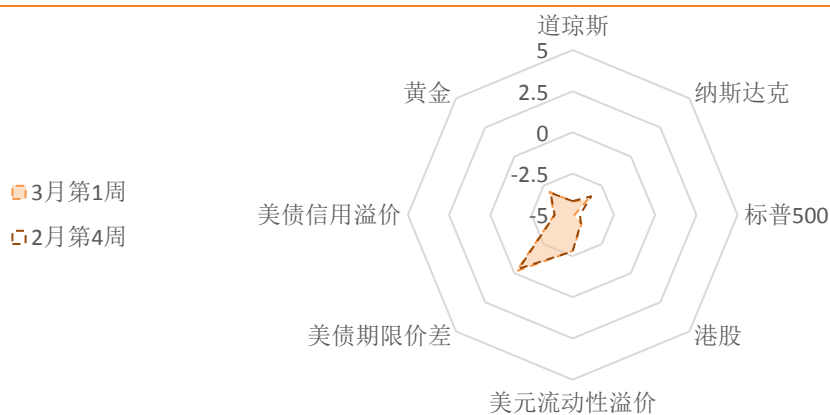
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3 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 3：3 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：总需求超季节性回落，但关注点仍然在分母

2月PMI连续两个月超季节性回落。制造业PMI 50.6（环比-0.7），非PMI制造业51.4（环比-1.0）。制造业生产处于四年低位（环比-1.6），订单也有较大幅度回落（环比-0.8），但原材料行业景气度仍然处于较高水平。受抑于疫情，同时建筑、生产服务淡季回落，非制造业活动状况为09年以来历史次低。目前看来本轮经济复苏的第一个高点已经出现，第二个高点预计是今年2季度，之后经济增速开始承压。中盘股在复苏后端的弹性强于大盘蓝筹，而后续经济下行阶段中，小盘股的盈利能力会受到挑战。

2月第4周，A股风格轮动继续，高估值板块与价值板块的走势延续了前两周的分化，沉寂已久的房地产和钢铁表现突出。2月第4周，成长、周期、金融和消费分别下跌6.47%、5.03%、1.96%和9.75%。市值风格上仍然是中小盘跑赢大盘蓝筹，大盘股（上证50与沪深300）分别下跌6.42%和7.65%，中盘股（中证500）下跌5.06%，Wind全A下跌5.92%（见图1）。

2月第4周，A股的风险溢价有所回升，整体估值仍在【偏贵】的区间内（见图2）。上证50的风险溢价回升至中位数下方1.62个标准差，沪深300的风险溢价回升到18%分位，低于中位数1.20个标准差，蓝筹白马的风险收益比仍处于较低位置；中证500的风险溢价反弹至35%分位，低于中位数0.42个标准差。周期与成长估值中性（风险溢价处在49%分位），金融中性略贵（37%分位），消费的风险溢价快速回升至33%分位，也是中性略贵。

2月第4周，南向资金从净流入转为净流出（105.52亿元人民币）。恒生指数的风险溢价继续维持在历史低位，恒生指数整体维持低盈亏比的状态。

权益市场短期情绪指数已经回落到【中性】水平。上证50和沪深300的短期拥挤度有所缓解。金融和成长的拥挤度中性偏低，周期的拥挤度仍然偏高，消费的拥挤度回落至中性偏高。2月第4周，中证500的期货基差维持在前期水平（56%分位），上证50和沪深300的期指基差小幅回升到中位数附近，衍生品市场上的投资者情绪目前维持在中性水平。

2. 债券：油价快速上涨不会触发货币政策超预期收紧

2月第4周，央行累计进行了700亿元逆回购操作，净回笼200亿元，回笼资金规模大幅下降。流动性溢价小幅回升至42%分位，中性偏松。从流动性预期来看，目前市场对中长期的流动性预期仍然偏紧（81%分位）。

最近油价快速上涨对央行货币政策的影响不大，货币政策超预期收紧的概率不高。央行副行长陈雨露在1月15日新闻发布会中强调货币政策要关注剔除食品和能源的核心CPI的变化。核心通胀仍然处于低位，未来有望回升。

2月第4周，信用溢价有所反弹，目前处在68%分位。3月开始地方债和城投债到期量加大，社融增速将会加速回落。期限利差维持在80%分位以上，期限定价比较充分，经济的第二个高点确认后，利差将会收缩。当前风险定价状态下，长短端利率的风险都不大。

2月第4周，债券市场的情绪继续下降。国债和信用债短期交易拥挤度处于30%与35%分位，可转债的短期拥挤度下降到了24%分位。

3. 商品：原油价格受短期供给扰动，高价较难维持

2月工业生产受春节影响较大，节后第2周，主要工业行业生产活动环比恢复情况稍好或持平于近年同期，其中焦炉生产率和PTA开工率恢复偏快、半钢胎开工率恢复偏慢。2月出口货运景气度延续高位，但涨幅明显放缓，而进口干散货船运价指数CDFI大幅上升，进口货运景气度可能改善。钢材消费量环比改善但同比偏弱，建筑业处于施工淡季。

2月第4周，工业品价格多数上涨。南华螺纹钢和热轧卷板指数分别上涨8.92%和4.20%；沪铜沪铝上涨4.04%和3.52%，沪锌下跌2.36%。南华能化品指数上涨2.71%，水泥价格小幅下跌。商品仍然在交易全球生产复苏和美国财政刺激加码的逻辑。

2月第4周，布油价格震荡走高，收于64.6美元/桶，周中一度逼近67美元。从基本

面上来看，美国公共交通出行人数和航空运送旅客数量恢复较慢，原油的需求恢复水平较低。美国得克萨斯州的天气已经开始转暖，后续预计美国页岩油产能会陆续恢复至去年水平。美国 2 月发布声明撤回特朗普任期内对伊朗的制裁，伊朗有望重回国际原油市场。目前来看，原油供给后续将有望回升。目前布油期货贴水幅度较大（主力 5 月合约比 12 月合约高 5.9%），衍生品市场上的投资者认为当前高价不可持续。

能化品的风险溢价快速下降至 17%分位，已经来到【较贵】的区间内。工业品的风险溢价仍然处在历史低位。Comex 铜的拥挤度维持在 74%分位的较高位置，市场情绪维持乐观。春节过后居民采购需求回落，叠加近期气温转暖较快，有利于农作物的生产和运输，肉蛋菜价格季节性回落。农产品指数的风险溢价下降至 10%分位下方。

4. 汇率：人民币短期可能继续维持震荡走势

全球疫情继续好转，根据美国疾控中心（CDC）的数据，美国每日接种疫苗数量小幅下降后再次提升至 160 万剂，累计接种超过 7280 万剂。根据我们的粗略匡算，如果单日接种人数达到 200 万剂，2 季度末可以接种 70%的人口。欧洲整体的疫苗接种进度不及美国，英国的接种速度也明显减缓。美元指数反弹至 91 附近，短期反弹有望持续（详见《美元指数短期可能出现反弹》），当前美元期货的多头仓位拥挤度维持在 12%分位，拥挤的空头让做空美元的脆弱性维持在较高水平。

人民币短期可能继续维持震荡走势。中美短期利差仍在较高水平（90%分位以上），但是隐含汇率与实际汇率的价差下降至较低位置（26%分位）。人民币的短期交易拥挤度继续下降，目前处在 66%分位。但金融市场的短期资金流向没有出现明显转向。根据 EPFR 数据，2 月第 4 周，净流入中国权益市场（包括 H 股和 A 股）和债券市场的资金数量创过去一年来的新高，北向小幅净流出（75 亿）。

5. 海外：实际利率上行过快更像是短期交易导致

当前美国经济的复苏预期非常强势。美股在经济复苏的预期下，价值和成长发生明显切换。但 2 月下旬受实际利率快速走高的驱动，整个美股估值开始承压。其中以纳斯达克为代表的高估值板块下降最快，纳斯达克指数 PE_TTM 从 70 倍以上跌至 54 倍左右。

目前美股整体估值仍处在历史较高位置。由于与美股相比，美债下跌更为迅猛，标普 500 和道琼斯的风险溢价仍有小幅下降，目前分别处于过去十年的 1%、8%分位（中位数下方 1.23 个标准差、1.19 个标准差）；纳斯达克的风险溢价下降到 13%分位，位于中位数下方 0.95 个标准差（见图 3）。美元的流动性溢价处于 22%分位左右，流动性环境维持宽松。

2 月第 4 周，10 年期美债名义利率上升到 1.44%。根据模型预测年内（3 月-12 月）10 年期美债收益率的运行区间为 1.38%-1.71%（详见《美债利率的上行空间有多少？》）。10 年期美债实际利率上升 9bp 至 -0.71%。美国国债 10 年-2 年的期限价差上升至 1.37%，创下 2015 年 11 日以来的新高。做空美债 做多曲线斜率的交易拥挤 通胀预期继续在高位置

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_17770

