

风险定价 | 成长股具备躁动特征

证券研究报告

2020年12月30日

12月第5周资产配置报告

12月第4周各类资产表现：

12月第4周，美股高位震荡。Wind全A上涨0.31%，成交额4.3万亿，成交量有所回升。一级行业中，电力与新能源，有色金属和电子等行业领涨；综合金融，消费者服务，综合等行业表现靠后。债券指数中，中证国债指数反弹明显，中证企业债指数继续延续前期的上涨态势。

12月第5周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——12月以来流动性因子再次主导市场，成长股具备春季躁动特征

债券——年底流动性边际宽松，市场有所回暖

商品——工业品与能化品价格有所回调

汇率——人民币风险溢价有所下降，但目前仍然处在便宜的区间内

海外——TIPS隐含的通胀预期继续上升，流动性溢价上升至中位数附近

风险提示：美国疫情继续恶化，致死率和重症率急速上升；信用事件引发信用扩张加速回落；国内货币政策收紧超预期

作者

宋雪涛

分析师

SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦

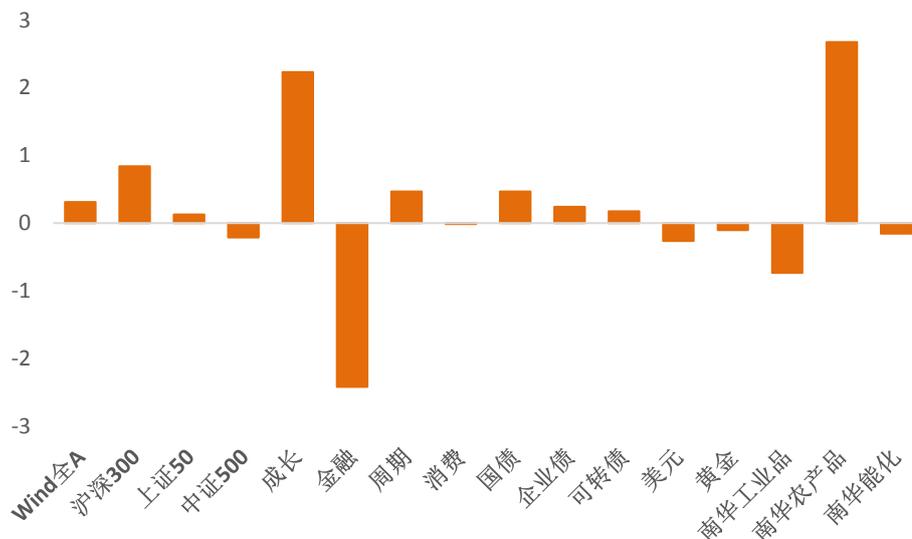
联系人

linyanyan@tfzq.com

相关报告

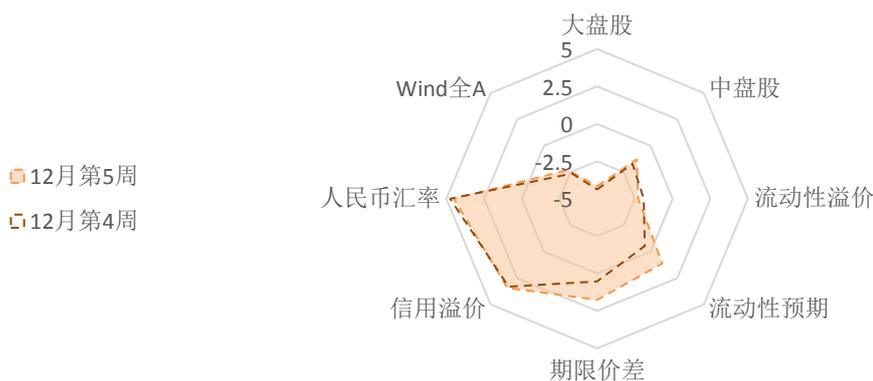
- 1 《宏观报告：疫情下半场：从交易复原预期到交易复原现实-2021年中国宏观经济和投资展望》2020-12-23
- 2 《宏观报告：2021年宏观与大类资产一致预期调查》2020-12-22
- 3 《宏观报告：风险定价 | 躁动已经有了开启之势-12月第4周资产配置报告》2020-12-21

图 1：12 月第 4 周各类资产收益率(%)



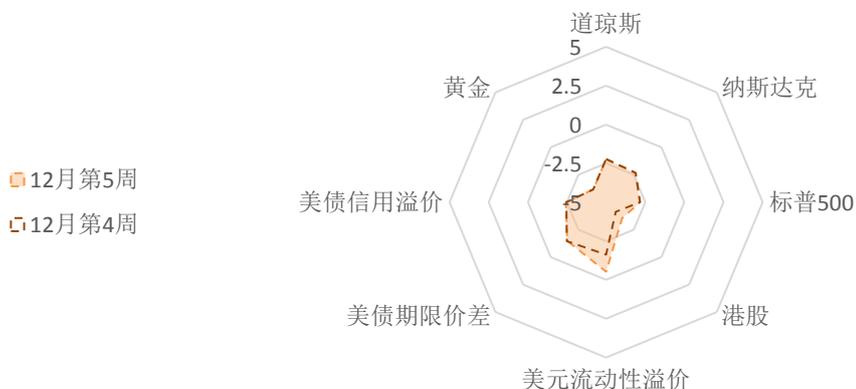
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 月第 5 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 5 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：12月以来流动性因子再次主导市场，成长股具备春季躁动的特征

最近央行持续展开公开市场操作提供跨年流动性，12月第4周，央行再次通过逆回购净投放3700亿。我们曾在《如何评估年底的流动性环境》中讨论过12月份的流动性问题，目前情况符合当时情景假设中的乐观情景，债券市场已经积极反应，权益市场基本具备了春季躁动的土壤。春季躁动的方向一般具有几个特征：对流动性和风险偏好比较敏感；中期逻辑通顺，业绩稳定而且具有上修的可能；估值还有提升空间。目前来看，成长股的相对机会更大。

第4周成长板块表现突出（上涨2.23%），周期（上涨0.46%）相对大盘（上涨0.31%）也有略微超额收益，消费震荡偏弱（下跌0.01%），金融出现较大回撤（下跌2.42%）。大盘股在宽基指数中的表现略微占优，白马股占比较高的沪深300（上涨0.84%）表现略优于上证50为代表的大蓝筹（上涨0.12%）和中证500为代表的中盘股（下跌0.21%）。

A股的风险溢价有小幅回升，整体估值仍在【偏贵】的位置。Wind全A的风险溢价在27%分位附近。上证50的估值较贵，风险溢价处于10%分位以下，低于中位数1.5个标准差，需要关注尾部风险的变化，比如信用超预期收缩或者基本面不及预期。沪深300和中证500的风险溢价在历史较低区间震荡（20%、37%分位），没有超过1个标准差。风格方面，成长和金融中性，周期中性略便宜，消费中性略贵。

恒生指数的风险溢价回升至14%分位，尽管AH溢价处于历史高点，但恒指内部分化较大，传统周期中性较贵，科技成长偏贵，整体仍然维持低盈亏比的状态。

权益市场短期情绪指数目前维持在较高位置（83%分位），股指期货的基差维持在89%分位左右，短期策略拥挤度维持在高位，**市场短期情绪保持在【较高】水平。**

从板块的拥挤度来看，金融和周期的拥挤度都有下降，消费和成长的拥挤度小幅上升。我们在12月7日《流动性因子再次主导内外市场》中提到，年底的资金面放松使得流动性因子再次主导市场，消费和成长的拥挤度上升也反映出流动性因子对于权益市场的积极影响再次提升。目前四个板块的拥挤度都在中位数上下5%的区间内，板块之间的差距已经基本消除。

2. 债券：年底流动性边际宽松，市场有所回暖

本月超额的MLF和逆回购投放让**流动性环境恢复到了较宽松的水平**，12月第4周流动性溢价下降至27%分位；但中央经济工作会议删去了“流动性合理充裕”的表述又，让市场对于货币政策继续回归常态化的路径不敢有非分之想，因此跨年的流动性宽松能够持续多久是债券市场比较关心的问题。本期流动性预期上升至61%分位，**中期流动性维持紧平衡的预期不变。**

永煤事件带来的信用紧缩余波未尽，12月债券市场的信用溢价继续维持在84%分位的**【较高】水平**，短久期中高等级信用债的性价比已经具备一定的吸引力。由于短端利率下行更快，利率债的期限结构重新走陡，期限利差上升到68%分位。

债券市场的情绪有较大修复，国债的短期交易拥挤度继续上升至（55%分位），企业债的短期拥挤度大幅回升至32%分位左右，可转债的短期拥挤度仍在回落，目前在36%分位左右，市场情绪中性偏低。

3. 商品：工业品与能化品价格有所回调

12月，螺纹钢产量回落，库存去化好于季节性，表观消费量环比明显回落，同比去年基本持平，建筑业施工进入淡季、强度回落，但仍然偏强。热轧卷板产量微升，库存去化符合季节性，表观消费量环比微升、同比回落，需求相对一般。**主要工业行业生产活动多数环比转弱。**乘用车销售保持高景气度。

过去一周,英国出现高传染性病毒变异的新闻引发全球市场对于需求复苏的预期松动。有色和能化的价格回落较多,布油回落至 51.37 美元/桶。能化品的风险溢价与前期保持一致,目前处在 56%分位左右,性价比中性略高。工业品的性价比极低。Comex 铜的拥挤度维持在 76%分位的较高位置,市场情绪维持乐观。拉尼娜对食品生产和运输产生影响,入冬后食品价格开始季节性上涨。农产品指数本周上涨 2.67%,当前性价比偏低,风险溢价继续回落至 25%分位。

美国实际利率继续保持在历史低点,10 年期美国通胀保值债券(TIPS)收益率降至 -1.03%,通胀预期恢复至正常水平。美元指数小幅反弹,伦敦黄金现货高位震荡。经济复苏对黄金价格偏空,但受疫情变异和美国就业数据影响,实际利率仍然处于极低位置,黄金价格短期震荡。美元中长期币值仍然承压,给黄金价格一定支撑。

4. 汇率：人民币风险溢价有所下降，但目前仍然处在便宜的区间内

中美利差从历史极值小幅收敛,但依旧保持在极高水平(90%分位以上),隐含汇率与实际汇率的差距仍处在 80%分位以上,汇率仍然有升值空间。央行对于人民币快速升值的关注以及近期货币政策超预期投放流动性使得升值速度有所减慢,人民币的短期交易拥挤度下降到了 89%分位,做多人民币的短期拥挤度有所下降,但依然较高。

资金流向短期继续利多人民币升值。根据 EPFR 数据,12 月第 4 周海外资金继续净流入中国权益市场(包括 H 股和 A 股)和债券市场,流入速度与前两周基本持平。北向资金 12 月第 4 周净流入 86.14 亿元。

美元期货的多头仓位拥挤度维持在 11%分位,目前做空美元的交易仍然相对拥挤。美联储宽松力度继续维持,没有边际收紧和放松的迹象,财政刺激法案的具体落地实施可能要等到拜登就职之后。目前货币财政政策的组合继续对美元偏空。

5. 海外：TIPS 隐含的通胀预期继续上升，流动性溢价上升至中位数附近

美国上周首次失业救济金人数三周以来首次有所下降,但是人数依旧维持在 80 万以上,感恩节新冠病例激增,劳动力市场特别是低端服务业的复苏步履蹒跚。美股和大宗前期已经定价了乐观的政策和经济预期,因此来自基本面和政策面不及预期的尾部风险不可忽视。

美国 9000 亿美元财政刺激计划终于获得国会通过,目前的规模或仅能维持美国政府继续运行,并一定程度上缓解中小企业破产的危机和民众失业的问题。美联储 12 月 FOMC 虽然未提到收益率曲线控制和扭转操作,但对维持零利率到就业和通胀回到正常水平的表述依然让市场对较长期宽松保持信心。当前美股估值整体偏贵,标普 500、道琼斯、纳斯

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_516

