

风险定价 | 海外风险资产脆弱性进一步上升

证券研究报告

2020年12月14日

12月第3周资产配置报告

12月第2周各类资产表现：

12月第2周，美国股市高开低走。Wind全A下跌3.29%，成交额3.8万亿，成交量也有小幅回落。一级行业中，只有食品饮料，电力与新能源，消费者服务和煤炭录得正收益；交通运输，传媒和非银金融等行业表现靠后。债券指数中，中证国债指数震荡偏强，中证企业债指数也小幅上涨。

12月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场调整后仍然较贵，情绪依旧比较乐观

债券——流动性紧张明显缓解，信用溢价仍在上升

商品——供给是大宗商品涨价的主因，部分品种也存在金融属性主导

汇率——出口继续利多人民币升值

海外——风险资产的脆弱性进一步上升

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

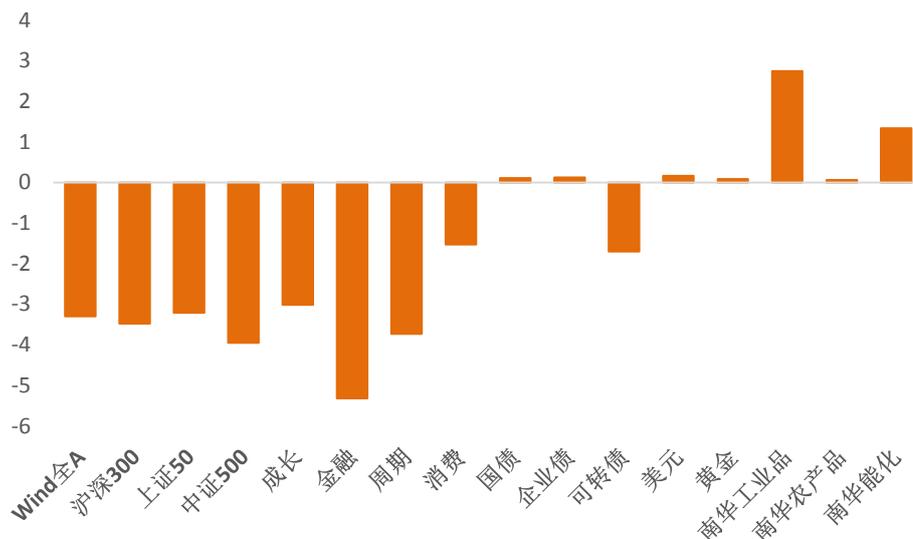
相关报告

1 《宏观报告：信用回落、经济上行之后的利率表现》 2020-12-13

2 《宏观报告：对政治局会议的几点理解》 2020-12-12

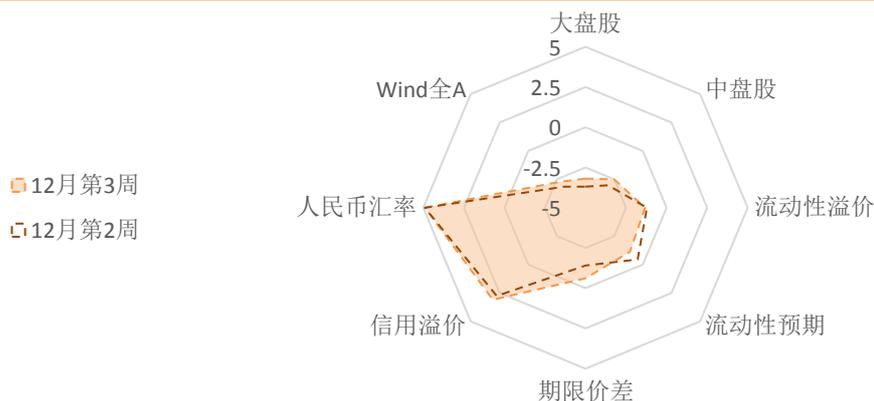
3 《宏观报告：12月：经济增长阶段性超越潜在增速》 2020-12-08

图 1：12 月第 2 周各类资产收益率(%)



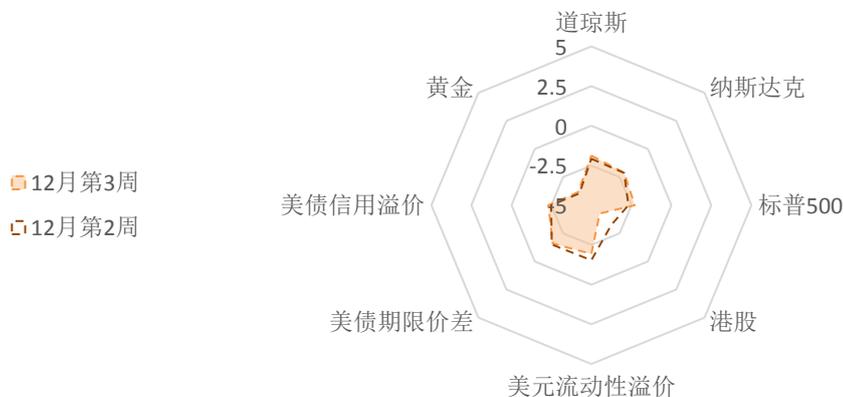
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 月第 3 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 3 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：市场调整后仍然较贵，情绪依旧比较乐观

12月第2周，A股市场调整后的风险溢价有一定回升。本期Wind全A的风险溢价上升到23%分位，上证50、沪深300和中证500风险溢价维持在历史较低水平（18%、22%、25%分位），**整体估值仍然【较贵】**。

风格方面，周期的风险溢价回到中位数上方（53%分位）；成长和消费的风险溢价回升至43%和38%分位，估值逐渐接近中位数；金融跌幅较大，风险溢价较快回升，目前来到37%分位。

恒生指数调整成分之后风险溢价继续下降，目前处在10%分位以下，盈亏比依旧较低。

国内市场短期情绪指数目前维持在较高位置（84%分位，股指期货的基差继续上升到87%分位。权益市场的短期策略拥挤度小幅回升，**市场短期情绪仍然【较高】**。

从板块的拥挤度来看，周期拥挤度小幅回落（75%分位），金融拥挤度略有上升（68%分位），两者目前都处在中高位置；消费与前期持平（47%分位）保持在历史中位数附近；成长拥挤度小幅上升（44%分位）。

2. 债券：流动性紧张明显缓解，信用溢价仍在上升

本周流动性溢价与前期持平（37%分位），短期流动性的紧张情况持续缓解；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。**受益于最近央行略超预期的流动性投放，市场对短期和长期的流动性紧张有所缓解的预期趋于一致。**

永煤事件带来的信用溢价上升余波未尽，12月前两周债券一级市场发行规模低迷，二级市场的信用溢价继续上升，达到了81%分位的**【较高】**水平，短久期信用债已经具备较好的配置盈亏比。经济复苏维持良好的趋势，叠加通胀预期上升，利率期限曲线重新走陡，期限利差上升到44%分位。

利率债市场的情绪冷淡，短期策略拥挤度与前期持平（27%分位）。企业债市场的悲观情绪延续，短期拥挤度下降到17%分位左右。可转债的短期拥挤度处于42%分位，市场情绪降温至中性略偏低。

3. 商品：供给是大宗商品涨价的主因，部分品种也存在金融属性主导

12月第2周，主要工业行业生产活动环比转弱；唐山钢厂产能利用率环比回升1.3%至78.7%，焦炉生产率环比回落1.3%至79.2%，半钢胎开工率环比回落1.9%至69.3%，PTA开工率回落0.2%至91.4%。乘用车销售保持高景气度。12月1-11日，30大中城市商品房成交面积同比增长7.5%，韧性较强。

近期出口运价持续保持很高的增速，除了折射出出口高景气外，也与海外港口的集装箱处理能力不足，造成集装箱“有去无回”运力短缺有关，因此用集装箱运价刻画的出口景气度有虚高的嫌疑。

12月第2周，工业品价格多数上涨。南华螺纹钢指数环比上涨5.7%，热轧卷板指数上涨5.3%；焦煤、焦炭指数环比上涨4.8%、5.0%；铜、锌环比分别上涨0.8%、2.4%，铝价环比下跌1.7%；布油价格环比上涨1.5%至49.97美元/桶，化工产品价格指数环比上涨2.2%；水泥价格环比基本持平，同比持续回落。

最近新冠疫苗陆续在发达国家获批紧急使用授权，当前市场继续将疫情控制后的原材料补库存预期纳入定价。**供给恢复滞后是近期大宗商品涨价的主要原因，但也要考虑部分品种（例如铜）短期价格被金融属性主导，表现超越基本面的可能。**过去一周，有色和能化品继续保持上涨态势，布油已经突破50美元的关键位置。能化品的风险溢价维持在58%分位左右，估值相对便宜。工业品的风险溢价处在历史极低水平。Comex铜的拥挤度维持在79%分位的较高位置，市场情绪维持乐观。

当前农产品估值偏贵，风险溢价小幅回升（37%分位）。根据气象局的信息，预计冬季将形成一次弱至中等强度的拉尼娜事件，入冬后食品价格开始季节性上涨，关注今冬拉尼娜对食品生产和运输的影响，关注服务类消费价格复苏进展。

美国实际利率继续下行，通胀预期与前期持平，叠加美元低位震荡，伦敦现货黄金震荡偏强。经济复苏对实际利率的影响主导黄金价格的短期走势。中短期内货币政策宽松力度不变，财政刺激谈判陷入僵局，即使通过，规模也大概率不及此前预期，美元将继续走弱，给黄金价格一定支撑。

4. 汇率：出口继续利多人民币升值

目前中美利差依旧保持极高水平，人民币购买力平价隐含的实际汇率与名义汇率的价差维持在 89%分位的高位。人民币的短期交易拥挤度处于绝对高点，**做多人民币的短期拥挤度极高。**

疫苗大规模接种之前，中美之间由于复苏错位导致的增速差以及三季度以来中国出口持续保持的高景气仍然给人民币升值提供了较强动力。根据 EPFR 数据，12 月第 2 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，当流入速度相较之前几周有所回落。北向资金 12 月第二周逆势净流入 69.59 亿元。**资金流向短期继续利多人民币升值。**

美元指数已经回落至接近 90，美元期货的多头仓位拥挤度下降到 23%分位，做多美元的热情不高。美联储宽松力度继续维持，没有边际收紧和放松的迹象。被寄予厚望的财政刺激依旧空悬，民主党给出的近万亿的提案与共和党能接受的额度在 5000 亿左右的提案相去甚远，谈判还在继续，目前宽松货币和财政停摆的**政策组合继续对美元偏空。**

5. 海外：风险资产的脆弱性进一步上升

美国上周首次申请失业救济人数飙升至 85.3 万人，远高于 72.5 万的市场平均预期，表明新增感染和致死数再创新高的秋冬季新冠疫情可能正在掀起新一轮失业潮。美联储最近多次会议均表示按兵不动，维持当前 QE 购债规模，财政刺激迟迟没有出台，但是原油和有色等大宗商品押注疫情控制之后的经济复苏，**美股脆弱的结构仍然有可能被来自基本面和政策面的尾部风险所击溃。**

当前美股估值整体中性偏贵，标普 500、道琼斯、纳斯达克的风险溢价与前期基本一致，目前分别处于 27%、29%和 31%分位。

美国通胀仍在低位，但 TIPS 隐含的通胀预期自疫苗进展顺利的消息发布以来持续上升，目前处在 1.9%附近，处于 2019 年年中以来的高位，近期油价和基本金属价格的大幅上涨正在兑现通胀预期。10 年美债收益率在短暂冲击 1.0%后回落，市场猜测利率水平可能接近美联储收益率曲线控制的目标位置。

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_876

