

1月第3周资产配置报告

1月第2周各类资产表现：

1月第2周，美股全面回调。Wind全A下跌1.02%，成交额5.7万亿，成交量维持在高位。一级行业中，银行，电子和通信等行业领涨；农林牧渔，国防军工和有色等行业表现靠后。中证国债震荡略偏强，中证企业债继续走强。

1月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——短期板块轮动，抱团脆弱但暂时难解体

债券——预计年前会再操作MLF，流动性溢价维持低位

商品——美国数据放缓，商品价格有所回落

汇率——人民币汇率升值空间继续缩小，资金流入短期利多人民币币值

海外——疫苗安全性引发乐观预期松动，美国实际利率与名义利率小幅回落。

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

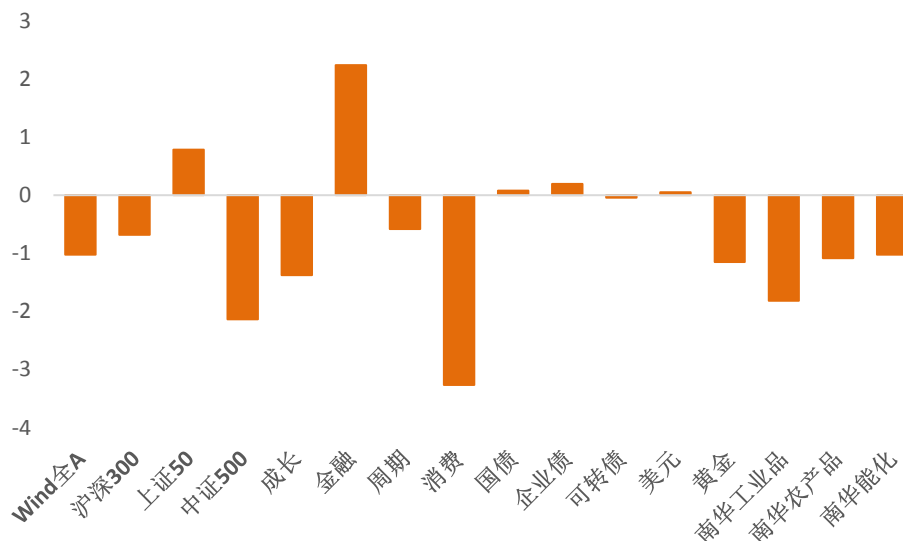
相关报告

1 《宏观报告：1月：增长赶顶、信用回落》 2021-01-15

2 《宏观报告：风险定价|全球资产定价之“锚”动起来-1月第2周资产配置报告》 2021-01-12

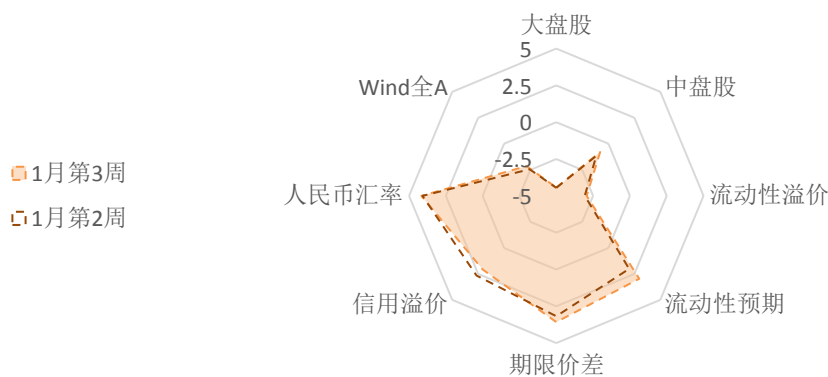
3 《宏观报告：再看2020年行业景气轮动特征-11月行业景气度更新》 2021-01-10

图 1：1 月第 2 周各类资产收益率(%)



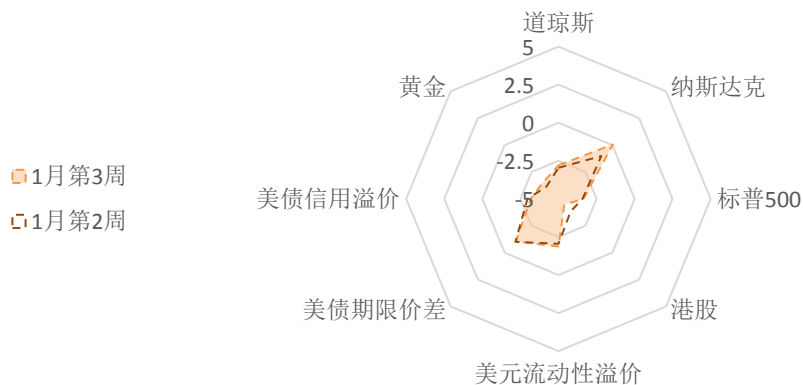
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 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 3：1 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：短期板块轮动，抱团脆弱但暂时难解体

1月第2周，权益市场展开调整，社融超预期回落和MLF缩量续作引发了信用超预期收缩的担忧，成为触发调整的外因；前期“股灾式上涨”积累的结构脆弱性是调整的内因。前期躁动中上涨较多的食品饮料、电力新能源以及国防军工等高估值板块下跌较多，前期跑输市场的银行保险、滞胀科技等板块获得轮动。板块方面，金融上涨2.24%，消费、成长和周期分别下跌3.27%、1.37%、0.58%。市场开始担忧抱团解体，但短期内全球流动性以及A股资金面保持宽裕，白马龙头的抱团瓦解目前还不具备触发因素。虽然板块出现轮动，但在信用超预期收缩的担忧中，市场“以大为大”的偏好没有发现明显变化。从指数来看，Wind全A下跌1.02%，上证50和沪深300分别上涨0.78%和下跌0.68%，中证500下跌超2%。

A股的风险溢价有小幅上升，整体估值仍在【偏贵】的位置。Wind全A的风险溢价在29%分位附近。上证50的风险溢价继续维持在10%分位以下，低于中位数1.5个标准差，目前大盘蓝筹的风险收益比继续处在历史低位。沪深300的风险溢价在历史较低区间震荡(17%)，处在中位数1个标准差以下；中证500的风险溢价进一步接近中位数(42%分位)。风格方面，周期和成长中性略便宜，消费和金融中性略贵。

2021年开年以来，南向资金持续净流入1357.3亿元，驱动恒生指数持续走强。恒生指数的风险溢价下降到10%分位以下，整体维持低盈亏比的状态。但港股内部存在严重的分化：科技成长的估值很高，传统周期的估值很低，而且持续分化。

权益市场短期情绪指数目前维持在历史高位(91%分位)，处于【较高】的位置。1月第2周下半周市场调整之后，上证50和沪深300都从升水回到了贴水，但贴水幅度较小，中证500的贴水大幅上升，衍生品市场的投资者更加看好以上证50和沪深300为代表的大盘蓝筹。金融的拥挤度当前还在低位，周期拥挤度小幅回升到中性水平；消费和成长开始呈现出拥挤的状态。

2. 债券：预计年前会再操作MLF，流动性溢价维持低位

1月15日，人民银行开展5000亿元中期借贷便利(MLF)操作，对冲3000亿MLF和2405亿TMLF到期。央行缩量续作MLF之后，本期流动性预期上升至80%分位，仍然维持紧平衡状态，市场对货币再放松的态度偏保守。

当前的流动性溢价与上周基本持平(21%分位)，短期流动性环境较为宽松，稳杠杆防风险的大方向不支持流动性回到去年上半年的宽松状态，因此降准的概率不大。类似18年的临时降准(CRA)是预期内最宽松的情况，但截至目前尚未给出操作预期，因此概率也在下降。我们在《如何评估春节前的流动性环境？》中测算过春节前的流动性缺口大致在1.6-1.8万亿。预计1月底还会净投放MLF和14天逆回购来维持春节期间的流动性环境稳定。

信用溢价继续下降，但仍然处在71%分位的【较高】水平，短久期中高等级信用债的风险收益比仍具备一定配置吸引力。短端利率下行较快，利率债的期限结构重新走陡，期限利差上升到86%分位。长端利率具备配置价值，但交易机会仍然在趋势的左侧。

债券市场的情绪继续修复，国债和企业债的短期交易拥挤度上升至82%分位和68%分位，情绪偏乐观。可转债的短期拥挤度反弹至54%分位，情绪回归中性。

3. 商品：美国数据放缓，商品价格有所回落

1月第2周，主要工业行业生产活动多数环比转弱。唐山钢厂产能利用率、PTA开工率环比回落，半钢胎开工率小幅回升。工业品价格多数下跌，南华螺纹钢指数环比下跌2.8%，热轧卷板指数下跌3.4%；焦煤、焦炭指数环比下跌2.5%、5.0%；铜、锌、铝环比分别下跌2.9%、6.1%、2.7%；化工产品价格指数环比上涨1.3%；水泥价格环比下跌0.45%。1月第2周，布油价格环比下跌1.6%至55.1美元/桶。国内疫情形势开始增加经济复苏的担忧，南华工业品、南华农产品、南华能化品分别下跌1.81%、1.08%、1.02%。

能化品的风险溢价基本与前期保持一致，目前处在 52%分位左右，风险收益比逐渐回归中性。工业品的风险收益比极低。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。拉尼娜导致的强降温天气仍在持续，农产品生产和运输受到影响。随着春节的临近，食品价格的季节性上涨预计仍将持续。农产品部分品种涨价预期较为明确，农产品指数的风险溢价维持在 10%分位，盈亏比较低。

美元指数继续反弹，收于 90.79。实际利率在 1 月第 1 周跳升之后震荡整理，伦敦黄金现货本周也同样窄幅震荡，收于 1827.63 美金。美国的高频消费数据回落，疫情仍然不容乐观，对疫苗安全性的担忧又有上升。1 月 14 日，拜登又提出了新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激计划，但前一轮国会通过的财政刺激政策目前看来还没有发挥作用。经济复苏的前景依旧存在诸多未知数。在疫情完全得到控制之前，黄金价格大概率维持震荡。

4. 汇率：人民币汇率升值空间继续缩小，资金流入短期利多人民币币值

中美利差仍在极高水平（90%分位以上），但隐含汇率与实际汇率的价差已经降至中位数下方，人民币汇率升值空间进一步缩小。人民币的短期交易拥挤度维持在 87%分位，人民币多头仍然拥挤。

短期资金流向利多人民币币值。根据 EPFR 数据，1 月第 2 周，资金再次转向，大幅净流入中国权益市场（包括 H 股和 A 股）和债券市场。本周北向净流入 179.59 亿。

联储 12 月议息会议纪要公布后，美元空头回补引发短线反弹。当前美元期货的多头仓位拥挤度处在 11%分位的低位，做空美元的交易拥挤度正在从历史极值回落，但仍然较为拥挤。

5. 海外：疫苗安全性引发乐观预期松动，美国实际利率与名义利率小幅回落。

去年总统大选结束之后，市场偏好快速回升并一直维持在高位。美股对疫苗成功和美联储兜底的长期预期已经计入价格，因此对短期一系列坏消息保持钝感，但对疫苗安全性和联储维持宽松的承诺非常敏感。挪威发现 23 例与辉瑞疫苗有关的死亡病例之后，美股出现较大回撤。

当前美股估值整体偏贵，标普 500、道琼斯的风险溢价基本维持在前期水平，目前分别处于 16%、22%。纳斯达克的风险溢价上升到 51%分位。纳斯达克内部分化也十分严重，市值排名靠前的科技巨头估值水平相较其他股票要高出许多。

1 月 6 日，美联储公布的 12 月议息会议纪要中首次讨论缩减 QE 之前的预期指引，随后美债利率快速上涨。但是市场似乎吸取了 2013 年 5 月缩减恐慌（Taper Tantrum）的教训，1 月第 2 周，美债利率窄幅震荡。鲍威尔在 1 月 14 日普林斯顿大学的线上活动中称“现

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_100



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn