

风险定价 | 流动性因子再次成为内外市场主导

证券研究报告

2020 年 12 月 07 日

12 月第 2 周资产配置报告

12 月第 1 周各类资产表现：

12 月第 1 周，美国三大股指创下新高。Wind 全 A 上涨 1.73%，成交额 4.2 万亿，成交量与前几周基本持平。一级行业中，医药，传媒食品饮料反弹，行业表现靠前，汽车，房地产煤炭等行业回调，表现靠后。债券指数继续回升，中证国债指数上涨 0.24%，中证企业债指数上涨 0.19%。

12 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——乐观情绪继续提升，估值保持较贵水平

债券——流动性溢价大幅回落，市场开始预期年底前再放松

商品——商品：原材料价格继续上涨，工业品与农产品风险溢价维持在较低与中低位置

汇率——资金持续净流入，中短期人民币继续保持升值态势

海外——经济政策和资本市场进入两种模式，近期流动性因子再占主导

风险提示：大选后权利交接无法顺利进行；信用事件引发流动性危机；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

linyan@tfzq.com

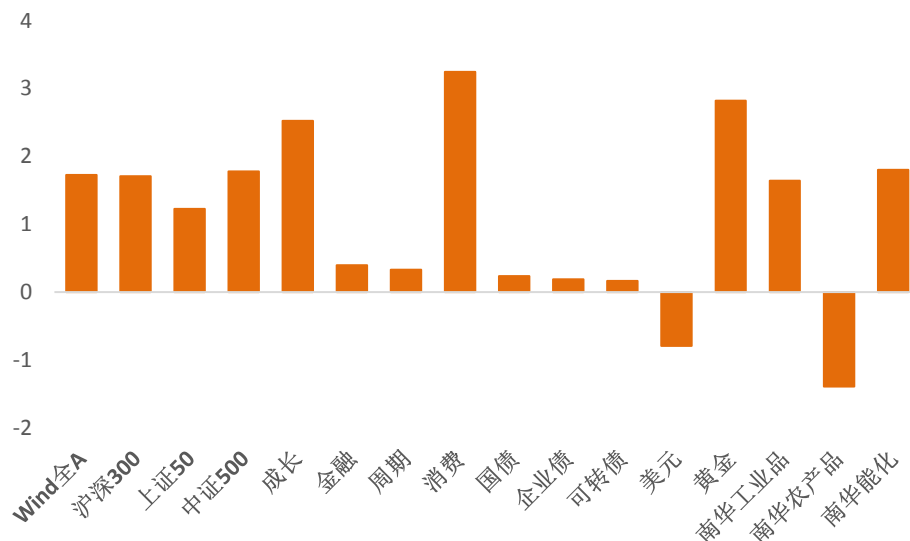
相关报告

1 《宏观报告：从美股 3 季报看美国经济复苏特征和行业修复顺序-从美股 3 季报看美国经济复苏特征和行业修复顺序》 2020-12-03

2 《宏观报告：哪些中国行业的全球市占率能在疫情后永久性提升？-宏观》 2020-12-01

3 《宏观报告：风险定价 | 权益风险溢价降至历史较低水平-12 月第 1 周资产配置报告》 2020-11-30

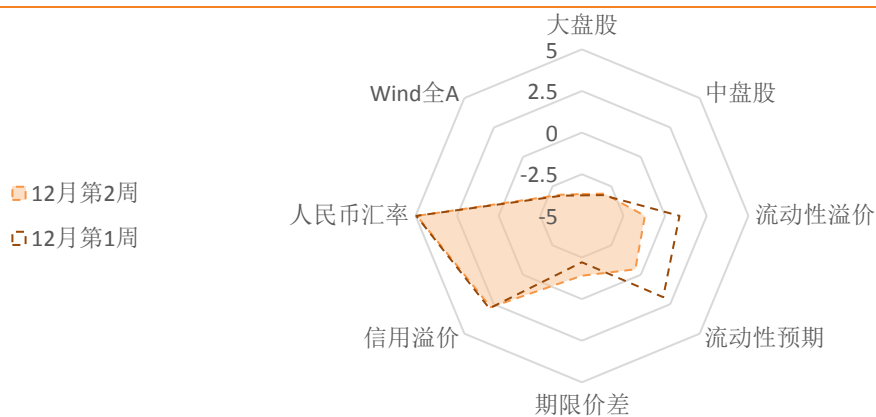
图 1：12 月第 1 周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

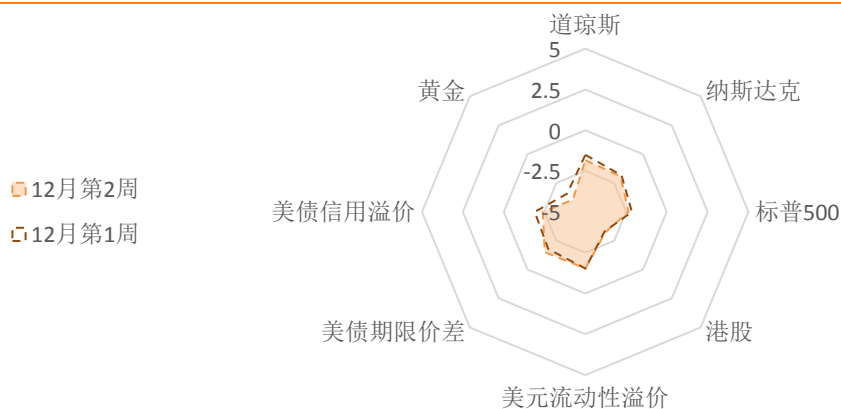
12 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2：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：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：乐观情绪继续提升，估值保持较贵水平

12 月第 1 周，国内权益市场风险溢价与上周基本持平。Wind 全 A 风险溢价维持在 18% 分位的地位，上证 50、沪深 300 和中证 500 风险溢价维持在历史较低水平（13%、16%、19%分位），**估值保持在【较贵】区间内。**

风格方面，周期的风险溢价在中位数附近（49%分位）；成长和消费的风险溢价回升至 38%和 31%分位，估值中性偏贵；金融在四个风格中估值相对较贵（27%分位）。

恒生指数的风险溢价继续下降，目前处在 18%分位，盈亏比依旧较低。

国内市场短期情绪指数继续上升，目前来到 83%分位，股指期货的基差也上升到 81%分位。权益市场的短期策略拥挤度继续回升，市场情绪回暖，**市场【乐观】情绪继续提升。**

从板块的拥挤度来看，周期（78%分位）继续小幅上升，金融拥挤度上升较快（65%分位），两者目前都处在中高位置，消费有所回调（47%分位）回到历史中位数附近；成长（43%分位）与前期相比拥挤度有所下降，目前情绪从中性开始小幅转向冷静。

2. 债券：流动性溢价大幅回落，市场开始预期年底前再放松

11 月 30 日央行进行了 2000 亿的 MLF 投放，通常央行只在月中操作 MLF，由于跨月压力已退且流动性并不特别紧张，市场认为此举是为提前应对 12 月中下旬的流动性紧张情况。本周流动性溢价大幅回落到中位数以下（38%分位），短期流动性的紧张情况有较大程度地缓解；同时中长期流动性收紧的预期有所减弱，流动性预期回落至 45%分位。

永煤事件带来的信用溢价上升余波未尽，一级市场国企债的发行仍处于停滞状态，二级市场的信用溢价维持在 78%分位的较高水平。近期通胀预期上升，利率期限曲线重新走陡，期限利差上升到 36%分位。

利率债市场的情绪冷淡，短期策略拥挤度小幅下降（27%分位）。企业债市场的悲观情绪延续，短期拥挤度下降到 20%分位左右。可转债的短期拥挤度处于 45%分位，市场情绪降温至中性略偏低。

3. 商品：原材料价格继续上涨，工业品与农产品风险溢价维持在较低与中低位置

12 月第 1 周，建筑业施工进入淡季，螺纹钢产量低位企稳，库存去化速度放缓，表观消费量环比持续回落，但同比仍然高于去年同期。热轧卷板产量回落，库存正常去化，表观消费量环比小幅回升，需求相对一般。乘用车销售保持高景气度。11 月乘用车厂商批发销量同比增长 8%，环比增长 5%，产销顺畅。出口集装箱运价指数继续上升，景气度较前期再上台阶。12 月第 1 周（1-4 日）30 大中城市商品房成交面积同比 13.5%，开局较强。

12 月第 1 周，工业品价格多数上涨。南华螺纹钢指数环比下跌 0.3%，热轧卷板指数上涨 3.4%；焦煤、焦炭指数环比上涨 5.7%、4.8%；铁矿石指数上涨 7.62%；铜、铝环比分别上涨 3.4%、1.6%，锌价环比基本持平；布油价格环比上涨 2.2%至 49.3 美元/桶，化工产品价格指数环比下跌 0.75%；水泥价格环比上涨 0.1%，但同比持续回落。11 月 PPI 同比-1.6%，预计明年初转正，2 季度进入上升斜率最大的阶段。

受疫苗进展顺利的消息刺激，市场继续交易原材料补库存的预期，过去一周有色和能化品继续保持上涨态势，**布油已经回升至接近 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。工业品风险溢价处在历史极低，盈亏比维持在很低的水平。**Comex 铜的拥挤度上升到 79%分位，市场情绪维持乐观。

美国实际利率小幅下行，处于极低水平，通胀预期小幅上行，叠加美元走弱，伦敦金从五个月以来的低点有所回弹，12 月 4 日收于 1838 美元/盎司。经济复苏对实际利率的影响主导黄金价格的短期走势。中短期内货币政策保持宽松，财政刺激即使通过，规模也不及预期，美元或将继续走弱，给黄金价格一定支撑。

当前农产品估值偏贵，风险溢价小幅回升（35%分位）。根据世界气象组织以及多国气象局的气候预测，今年冬季拉尼娜已经形成，预计持续到 2021 年 3 月，将会影响世界许多地区的气温、降水和风暴模式。今年的拉尼娜现象会导致我国冬春季节气温偏低，我国主要小麦产区特别是冬小麦产区可能出现一定程度的减产，对南半球地区的农产品可能也有影响：阿根廷、巴西天气更为干燥，玉米和大豆产量或受影响。

4. 汇率：资金持续净流入，中短期人民币继续保持升值态势

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也重新上升到 90%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 1 周海外资金继续大幅净流入中国权益市场（包括 H 股和 A 股）和债券市场。北向资金 11 月净流入创下新高，本周净流入 196.01 亿元。

美元期货的持仓拥挤度下降到 28%分位，多头情绪维持在中低水平。美联储继续维持每月 800 亿美元国债、400 亿美元抵押贷款支持证券的购买力度。参议院共和党领袖麦康奈尔称，他已经看到国会今年年底之前达成一项抗疫刺激计划“充满希望的迹象”，“妥协方案是触手可及的，但他仍然坚持原先提出的约 5000 亿美金的刺激计划”。目前宽松货币和财政停摆的**政策组合继续对美元利空。**

5. 海外：经济政策和资本市场进入两种模式，近期流动性因子再占主导

根据央视的报道，美国 2 日单日新增确诊病例超过 20 万例，现有住院患者突破 10 万例，两项数据双双达到疫情暴发以来新高。美国疾病控制和预防中心（CDC）主任罗伯特·雷德菲尔德 2 日发出警告，目前美国 90%的医院都处在新冠肺炎疫情指标最严重的红色区域，到明年 2 月，美国累计新冠死亡病例可能达到 45 万例，今年 12 月至明年 2 月将是非常困难的三个月。

有趣的是，11 月美国大选和疫苗研发两大不确定性落地以后，美国经济政策和资本市场进入了两种截然不同的模式：财政货币政策是疫情模式，而且仍然在试图扩大宽松的时间和程度；资本市场已经进入到了疫苗接种后的复苏模式。12 月第 1 周，美股三大股指都创下新高，纳斯达克涨幅靠前，价值和成长风格切换小幅反转。

拜登提名前美联储主席耶伦为下一任财政部长以来，市场对于新一轮财政刺激出台、美联储保持较长时间非常规宽松的预期进一步提升，资产定价中的流动性因子再次占主导，进而有美股和贵金属明显上涨、名义利率基本维持不变、通胀预期上升、实际利率小幅下降。

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_1063

