

# 风险定价 | 价值因子继续修复

证券研究报告

2021年03月15日

## 3月第3周资产配置报告

3月第2周各类资产表现：

3月第2周，美股反弹，价值继续占优成长。Wind全A下挫2.43%，成交额4.3万亿，成交量连续两周萎缩。一级行业中，电力及公共事业、钢铁、煤炭连续第二周占据涨幅榜前三的位置；计算机，电子和国防军工等行业表现靠后。信用债指数上涨0.13%，国债指数上涨0.03%。

3月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——情绪降至偏悲观水平，北向资金转为净流入，后续国内信用环境比美债利率上行更值得关注

债券——市场对可见利空定价充分

商品——美国原油产能已恢复至年初水平，多空博弈可能加剧

汇率——美欧疫情控制分化，美元短期还有升值动力

海外——美债上行趋势继续，斜率可能放缓，关注3月联储议息会议声明

**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

linyanyan@tfzq.com

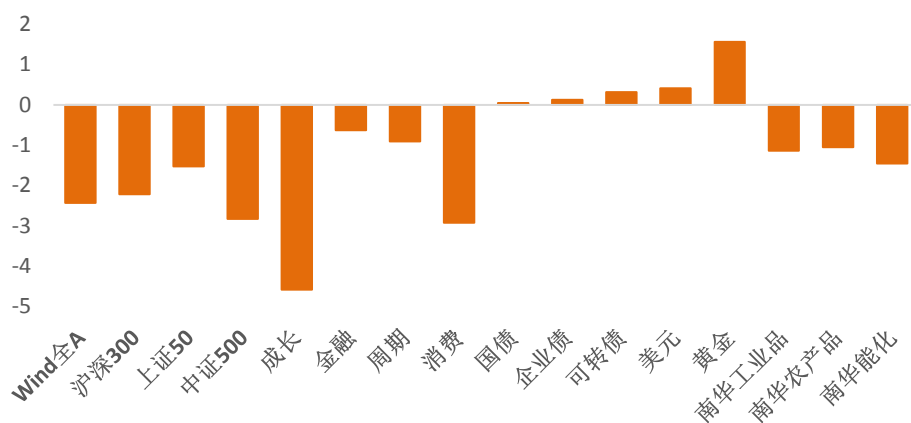
相关报告

1 《宏观报告：从美国制造业供求错配看涨价空间》 2021-03-11

2 《宏观报告：风险定价 | 逃不开的均值回归-3月第2周资产配置报告》 2021-03-08

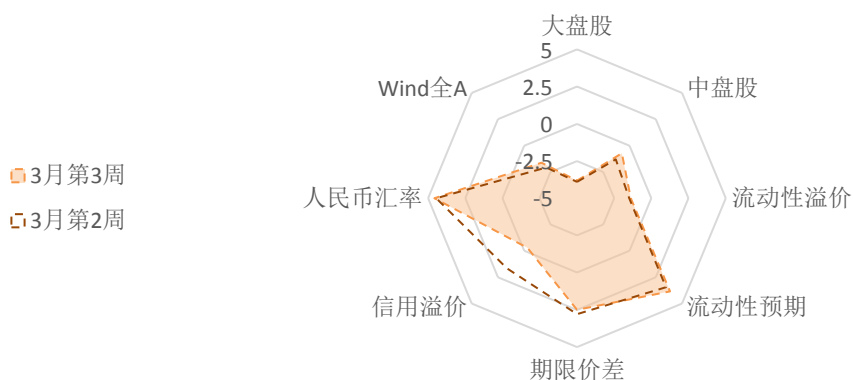
3 《宏观报告：宏观-经济复苏的双头顶》 2021-03-06

图 1: 3 月第 2 周各类资产收益率(%)



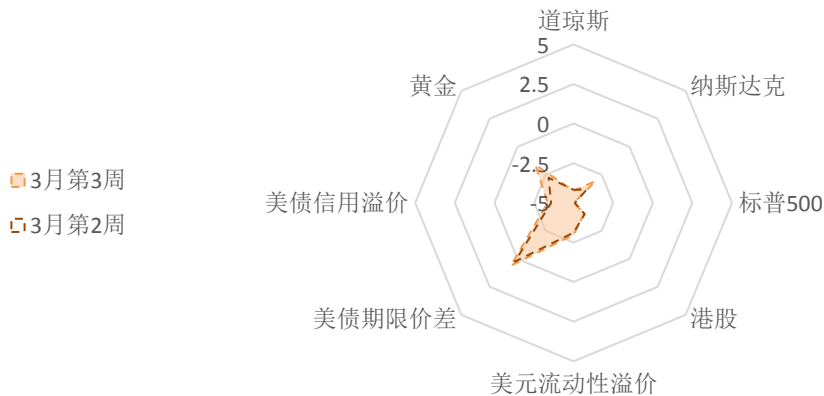
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 3 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: 3 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：情绪降至偏悲观水平，北向资金转为净流入，后续国内信用环境比美债利率上行更值得关注

3月第2周，美债利率的波动似乎还在牵动着全球权益市场投资者的神经，但无论从A股还是美股后半周的表现来看，美债长端利率上升所带来的收紧预期正在逐渐消化。美元流动性变化（体现为美元反弹和美债利率上升）是A股“核心资产”调整的外部催化剂（外资流出），主要内因是风险溢价过低，交易结构脆弱。经过节后连续调整后，A股风险溢价已经整体回升至【中性偏贵】区间，市场对于分母端的敏感度有所下降，对于分子端一季报超预期的重视程度上升。北向净流出趋势在本周开始有所缓解，后四个交易日转为净流入，外资撤退可能告一段落。目前为止，国内信用环境尚未发生明显变化，后续国内流动性环境对于A股估值的影响应大于海外流动性环境，今年不具备过度收紧流动性的必要条件。

**3月第2周，价值因子继续修复。**公用事业、煤炭、钢铁、银行、建筑等板块由于估值较低且业绩有改善预期，在市场风险偏好下降时成为资金避风港，较前期明显修复。成长领跌，下跌4.58%；消费下跌2.92%；周期和金融分别下跌0.91%和0.63%。市值风格没有明显的分化，大盘股（上证50与沪深300）分别下跌1.52%和2.21%，中盘股（中证500）下跌2.82%，Wind全A下跌2.43%（见图1）。

**3月第2周，A股的风险溢价继续回升。**整体估值开始向【中性偏贵】区间靠近（见图2），Wind全A的风险溢价回升至34%分位；上证50的风险溢价回升至中位数下方1.41个标准差（12%分位），沪深300的风险溢价回升至中位数下方0.96个标准差（25%分位），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43%分位，低于中位数下方0.18个标准差。周期与成长估值中性略便宜（风险溢价处在55%和58%分位），金融中性略贵（40%分位），消费的风险溢价快速回升至46%分位，仍然中性略贵。

3月第2周，南向资金净流出182.56亿港币。恒生指数的风险溢价与前期基本保持一致，目前仍处在历史低位，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【偏悲观】水平（22%分位）。**上证50和沪深300的短期拥挤度都回到了历史中位数下方（33%与38%分位）。成长的拥挤度较低（22%分位），金融和中证500的拥挤度中性偏低（49%和40%分位），周期的拥挤度仍然偏高（60%分位）。3月第2周，中证500的期货基差有所回升（55%分位），上证50和沪深300的期指基差略低于中位数，衍生品市场上的投资者情绪在大盘蓝筹股上维持【中性略悲观】的态度，对中盘股态度【中性】。

图4：天风宏观短期情绪指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 债券：市场对可见利空定价充分

3月第2周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购操作，当周有500亿元逆回购到期，完全对冲到期量。资金市场预期有财政投放支撑，并不十分忧虑季末资金面。3月以来诸如通胀上升、专项债规模高于预期、信用数据高增、出口韧性等利空因素都没有引起债券调整，说明市场已经对可见利空充分定价。目前债市交易结构普遍为低杠杆、短久期的防御状态，利率大幅上升的难度较大。

3月第2周，流动性溢价与前期基本持平（36%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（88%分位）。期限利差小幅回落至75%分位，期限定价比较充分，预计2季度经济到达复苏的第二个高点后，期限利差将开始收缩。当前风险定价状态下，长短端利率的风险都不大。3月第2周，信用溢价大幅下降至47%分位。3月开始地方债和城投债到期量加大，叠加去年的高基数，预计社融增速将开始加速回落。

3月第2周，债券市场的情绪企稳回升，但仍处在【较悲观】的区间内。国债和信用债短期交易拥挤度处于28%与35%分位，可转债的短期拥挤度回升至35%分位。

## 3. 商品：美国原油产能已恢复至年初水平，多空博弈可能加剧

3月第2周，主要工业行业开工率整体好于历史农历同期，春节以来恢复较快。钢材表观消费量差距较往年已经明显缩小。房地产销售数据延续了2月以来偏强的状态。进出口方面，中国出口集装箱运价指数CCFI连续三周下跌，结合近来走弱的PMI新出口订单指数，建议关注出口景气度的边际变化。进口干散货船运价指数CDFI上升较快，进口货运受益于海外供应链修复，进口景气度可能继续改善。

3月第2周，工业品价格多数上涨。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别上涨0.7%、2.4%；焦煤指数环比上涨1.6%、焦炭指数环比下跌4.2%；铜、锌、铝环比分别上涨1.4%、3.2%、0.6%；化工产品价格指数环比上涨0.1%；水泥价格环比下跌0.5%。

3月第2周，布油价格有所调整，收于69.2美元/桶。从出行的数据来看，原油的需求中最重要的交通燃油需求仍然较疫情前有较大差距。美国原油产量基本恢复至年初水平，产量已经达到1090万桶/天。市场认为今年的原油需求恢复是相对确定，但也不会回到2019年的水平。目前原油供给方面的不确定性对市场的影响较大，周中有俄罗斯宣布增产89万桶的消息传出，原油价格应声下跌，后消息证实为是相较去年5月份，油价也马上回填了之前的跌幅，油价在当前区间内多空博弈严重，存在供求缺口的情况下价格可能剧烈波动。3月第2周，布油期货贴水幅度仍然较为严重（12月合约与主力合约之间的贴水维持在7.0%附近），衍生品市场上的投资者认为当前高价无法持续太长时间。

能化品的风险溢价维持在22%分位左右，持续处在【较贵】的区间内。工业品的风险溢价仍然处在历史极低水平。Comex铜的拥挤度有所回落（目前处在70%分位的较高位置），市场情绪继续保持乐观。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。猪肉批发价回落到40元/公斤以下，鸡蛋和蔬菜价格回落，牛羊肉和鲜果价格回升。农产品指数的风险溢价仍处在10%分位下方，目前估值【贵】。

## 4. 汇率：美欧疫情控制分化，美元短期还有升值动力

美国疫情继续好转，单日新增确诊人数保持在5-6万人/日；但是部分欧洲（意大利，法国和德国）以及新兴市场（巴西，土耳其）国家新增确诊人数有抬头的迹象。根据美国疾控中心（CDC）的数据，截止3月13日下午，美国已经接种1.06亿剂疫苗、其中6888万人（占总人口的比重为20.7%）已经至少接种1剂，3693万人完成接种（占比11.1%）。每日接种人数基本维持在200万以上，欧洲整体的疫苗接种进度继续被美国拉开。美元指数维持在92附近，短期反弹有望持续（详见《美元短期可能出现反弹》），当前美元期货的多头仓位拥挤度小幅上升至22%分位，空头抱团开始逐步瓦解。

3月第2周，人民币继续小幅走弱。中美短期利差仍在较高水平（90%分位以上），隐含汇率与实际汇率的价差回升至中位数附近，近期波动较大。人民币的短期交易拥挤度继

续下降（30%分位），短期多空格局开始反转。金融市场的资金面仍为人民币币值提供短期的支撑。根据 EPFR 数据，3 月第 2 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重新开始上升，北向小幅净流入 66.14 亿。

## 5. 海外：美债上行趋势继续，斜率可能放缓，关注 3 月联储议息会议声明

3 月第 2 周，美债长端利率先抑后扬，上行趋势仍在继续，美债 10Y 名义利率升至 1.64%，美债 10 年-2 年的期限价差升至 1.50%，创 6 年新高。做空美债、做多曲线斜率的交易保持拥挤。美债利率上行至 1.60 附近后，仍有进一步上升的空间，但斜率快速上升的阶段可能已经过去。关注美联储 3 月 FOMC 声明和月底前对于延长放松 SLR（银行补充杠杆率）的表态。

美债 10Y 实际利率升至 -0.62%，后续实际利率的快速上升可能受到联储扭曲操作的压制。剔除长期趋势变化后，本轮美债实际利率可能上行至 70%-80% 历史分位，高点对应 0.2%-0.3%。通胀预期继续在高位震荡，10 年盈亏平衡通胀预期为 2.26%，当前通胀预期已经处于历史高位。历史来看，通胀预期领先实际利率 3-6 个月见顶，下半年实际利率有望继续上升，通胀预期可能随通胀高位回落至中位数（1.7%-1.8%）附近。

目前美股整体估值仍处在历史较高位置。标普 500 和道琼斯的风险溢价小幅下降，目前分别处于过去十年的 1%、8% 分位（中位数下方 1.33、1.30 个标准差）；纳斯达克的风险溢价小幅回升至 19% 分位左右，位于中位数下方 0.67 个标准差（见图 3）。美元的流动性溢价处于 20% 分位左右，流动性环境宽松。能源金融股为代表的价值板块继续收敛去年以来与成长股之间的差距。

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\\_17427](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17427)

