

风险定价 | 逃不开的均值回归

证券研究报告

2021年03月08日

3月第2周资产配置报告

3月第1周各类资产表现：

3月第1周，美股涨跌互现，价值继续占优成长。Wind全A震荡走弱0.13%，成交额4.5万亿，与前期相比小幅缩量。一级行业中，钢铁、煤炭和电力及公共事业涨幅靠前；医药，食品饮料和有色等行业表现靠后。信用债指数上涨0.18%，国债指数上涨0.28%。

3月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——风险溢价均值回归，核心资产估值承压继续

债券——两会增速目标相对保守，通胀容忍度较高

商品——OPEC超预期延长减产计划，油价再上台阶

汇率——美元指数反弹有望延续

海外——就业改善与油价超预期，美债继续上行但未来斜率可能放缓

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

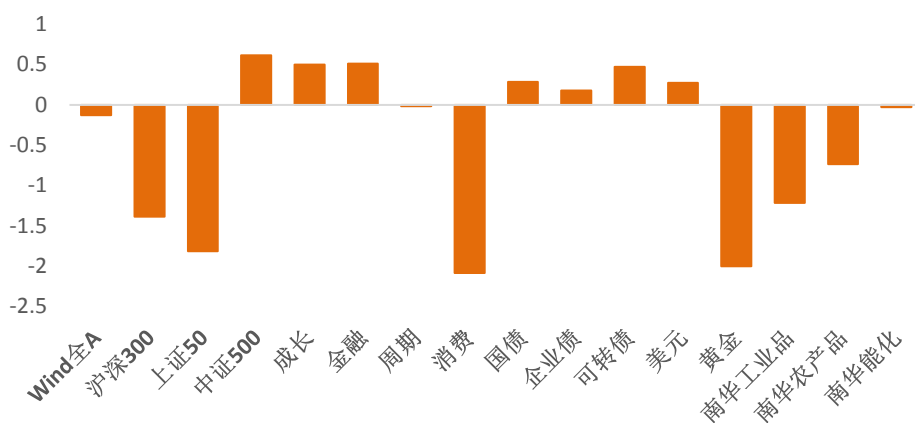
相关报告

1 《宏观报告：宏观-经济复苏的双头顶》 2021-03-06

2 《宏观报告：宏观-政策以退为进——政府工作报告解读》 2021-03-05

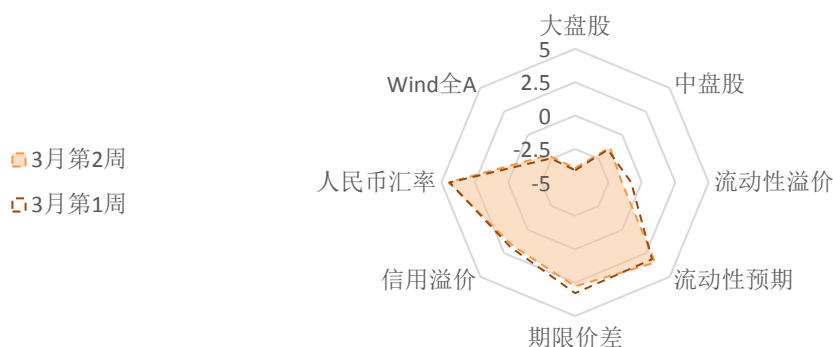
3 《宏观报告：油价是涨是跌？》 2021-03-03

图 1: 3 月第 1 周各类资产收益率(%)



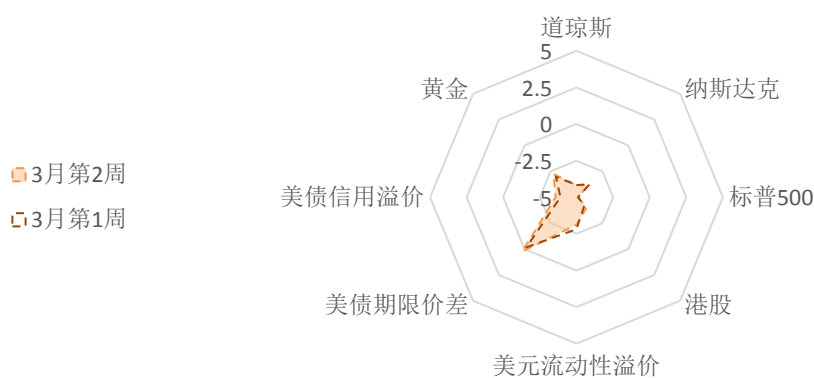
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 3 月第 2 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 2 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：风险溢价均值回归，核心资产估值承压继续

去年 4 季度中国经济经历了超季节性增长（GDP 增速 6.5%）后，今年开年以来经济活动出现超季节性回落的迹象。回落主要体现在两个方面：一是生产端今年春节波动较浅，总体弱于去年 4 季度；二是需求端开年以来整体弱于去年 4 季度。随着今年 1 季度经济活动环比走弱，经济复苏的第一个高点已经在去年 4 季度出现，经济复苏有可能在 2 季度迎来第二个高点，但幅度上弱于第一个高点（季调环比 1.3%-1.5%），类似 2018 年 1 季度的状态。从分子来看，2 季度之前仍有部分板块和行业存在盈利边际修复的空间。

3 月第 1 周，价值因子的修复仍在继续。煤炭、钢铁、银行、建筑等板块由于估值较低，成为了资金的避风港，消费下跌 2.08%、周期基本维持震荡（-0.01%）、成长和金融分别反弹 0.50%和 0.51%。市值风格上继续维持中小盘跑赢大盘蓝筹的局面，大盘股（上证 50 与沪深 300）分别下跌 1.81%和 1.39%，中盘股（中证 500）上涨 0.62%，Wind 全 A 下跌 0.13%（见图 1）。

3 月第 1 周，A 股的风险溢价继续回升。整体估值仍在【偏贵】的区间内（见图 2），上证 50 的风险溢价回升至中位数下方 1.52 个标准差（11%分位），沪深 300 的风险溢价回升至中位数下方 1.09 个标准差（21%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 37%分位，低于中位数 0.37 个标准差。周期与成长估值中性（风险溢价处在 51%分位），金融中性略贵（36%分位），消费的风险溢价快速回升至 40%分位，目前也是中性略贵。

3 月第 1 周，南向资金净流入 20.51 亿港元。恒生指数的风险溢价小幅回升，但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【中性偏悲观】水平（34%分位）。上证 50 和沪深 300 的短期拥挤度都回到了历史中位数附近。成长的拥挤度较低（27%分位），消费、金融和中证 500 的拥挤度中性偏低（40%、47%和 41%分位），周期的拥挤度仍然偏高（62%分位）。2 月第 4 周，中证 500 的期货基差有小幅下降（42%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目前处在【中性略偏低】的水平。

2. 债券：两会增速目标相对保守，通胀容忍度较高

3 月第 1 周，全国两会召开，政府工作报告（简称《报告》）提到的今年“6%以上”经济增长目标相对保守，今年宏观政策的跨周期特征会更明显；同时通胀目标“3%左右”应高实际通胀水平，预计输入性通胀不会对货币政策构成直接约束。财政力度适当收敛，赤字规模缩减幅度略好于预期；稳杠杆是今年货币政策的锚，直接提高政策利率或 LPR 加息的概率不大。

3 月第 1 周，流动性溢价与前期基本持平（35%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（85%分位）。

3 月第 1 周，信用溢价维持在前期 66%分位左右的水平。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。期限利差小幅回落至 78%分位，期限定价比较充分，预计 2 季度经济到达第二个高点后，期限利差将会收缩。当前风险定价状态下，长短端利率的风险都不大。

3 月第 1 周，债券市场的情绪继续下降。国债和信用债短期交易拥挤度处于 25%与 31%分位，可转债的短期拥挤度下降到了 18%分位。

3. 商品：OPEC 超预期延长减产计划，油价再上台阶

3 月第 1 周，主要工业行业生产活动环比继续恢复，半钢胎开工率大幅回升。钢材消费量环比继续改善但仍然略低于 19 年农历同期。乘用车销售水平中规中矩。房地产销售数据表现较强。1-2 月的出口同比增速 60.6%创历史纪录，但去掉基数效应后，1-2 月出口同比相比于去年 11-12 月没有进一步上升。中国出口集装箱运价指数 CCFI 半年来首次开始下跌，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 继续上升，进口货运景气度可能继续改善。

3 月第 1 周，工业品价格涨跌互现。南华螺纹钢指数环比上涨 0.4%、热轧卷板指数环比下跌 0.2%；焦煤指数环比上涨 0.5%、焦炭指数环比下跌 7.5%；铜、锌、铝环比分别下跌 3.0%、1.3%、1.3%。南华能化品指数下跌 0.03%，水泥价格继续小幅下跌。全球复苏与通胀交易情绪趋缓。

3 月第 1 周，布油价格上涨近 5%，收于 69.69 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。德州天气转暖之后，美国原油产量开始回升，但是目前回升速度较慢。美国的产能恢复不及预期给了 OPEC 继续减产维持高油价的空间。3 月 OPEC 会议决定维持减产计划至 5 月，此举与之前 OPEC 官员的表态大相径庭，原油价格当天跳升了 5%。目前布油期货贴水幅度继续扩大（12 月合约与主力合约之间的贴水上升至 7.5%），衍生品市场上的投资者认为当前高价无法持续太长时间，短期内的价格还要跟踪美国原油的产量恢复情况，一旦美国大幅扩产，留给 OPEC 减产的时间窗口可能会有所缩短。

能化品的风险溢价回升至 23%分位，持续处在【较贵】的区间内。工业品的风险溢价仍然处在历史低位。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。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，肉蛋菜价格继续季节性回落。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：美元指数反弹有望延续

美国疫情继续好转，单日新增确诊人数下降到 6 万/日；但是法国、意大利的新增确诊人数有抬头的迹象，德国的新增确诊人数也没有进一步的下降。根据美国疾控中心（CDC）的数据，美国已经接种 8791 万剂、其中 5735 万人已经至少接种 1 剂，2978 万人完成接种。3 月 3 日开始每日接种人数超过 200 万，欧洲整体的疫苗接种进度不及美国，英国的接种速度也继续减缓。美元指数反弹至 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 15%分位，空头抱团开始有松动的迹象。

3 月第 1 周，人民币开始震荡走弱。中美短期利差仍在较高水平（90%分位以上），但是隐含汇率与实际汇率的价差继续下降，已经来到较低的位置（19%分位）。人民币的短期交易拥挤度继续下降，目前处在中位数附近。金融市场的短期资金流向对人民币市值的影响开始趋于中性。根据 EPFR 数据，2 月第 4 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开始下降，北向小幅净流出（8.36 亿）。

5. 海外：就业改善与油价超预期，美债继续上行但未来斜率可能放缓

3 月第 1 周非农数据公布，2 月季调非农就业人口超预期增加 37.9 万人；失业率继续下降至 6.2%。

美债长端快速上行，3 月第 1 周，10 年期美债名义利率上升到 1.56%。10 年期美债实际利率上升 5bp 至 -0.66%。美债 10 年-2 年的期限价差上升至 1.42%，创 6 年内新高。通胀预期继续在高位震荡，盈亏平衡通胀预期突破 2.2%，处在过去七年的高位。做空美债、做多曲线斜率的交易拥挤。

美债利率上行至 1.60 附近后，仍有进一步上升的空间，但当前通胀预期已经处于历史高位，后续实际利率的快速上升可能受到联储扭曲操作的压制，因此斜率快速上升的阶段可能已经过去。后续美股市场整体对于利率走高的利空敏感性可能逐渐降低。

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 1.25 个标准差、1.20 个标准差）；纳斯达克的风险溢价下降到 12%分位，位于中位数下方 1 个标准差（见图 3）。美元的流动性溢价处于 19%分位左右，流动性环境宽松。美股成长和价值板块之间的“劈叉行情”加速收敛。

MSCI 美国成长指数与 MSCI 美国价值指数的比值从去年 9 月的高点 3.17 下降到了当前的 2.79,下降幅度达到 11.90%。

图 4： 美股价值和成长板块走势加速收敛



资料来源：Wind，天风证券研究所

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_17661

