

风险定价 | 美债利率曲线加速陡峭化

证券研究报告

2021年02月08日

2月第2周资产配置报告

2月第1周各类资产表现：

2月第1周，美股强势反弹。Wind全A小幅上涨0.18%，成交额4.5万亿，成交小幅缩量。一级行业中，消费者服务、食品饮料和银行涨幅靠前；综合金融、国防军工和通信等行业表现靠后。中证国债指数小幅回落，中证企业债指数震荡走平。

2月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——节前资金的确定性偏好上升，高估值躁动转向风格再平衡

债券——流动性紧张有所缓解，信用溢价明显回落

商品——油价接近疫情前水平，再通胀交易空间收缩

汇率——美英新增确诊人数拐点确认，美元贬值暂时告一段落

海外——强推1.9万亿拉升风险偏好，期限溢价加速走阔

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

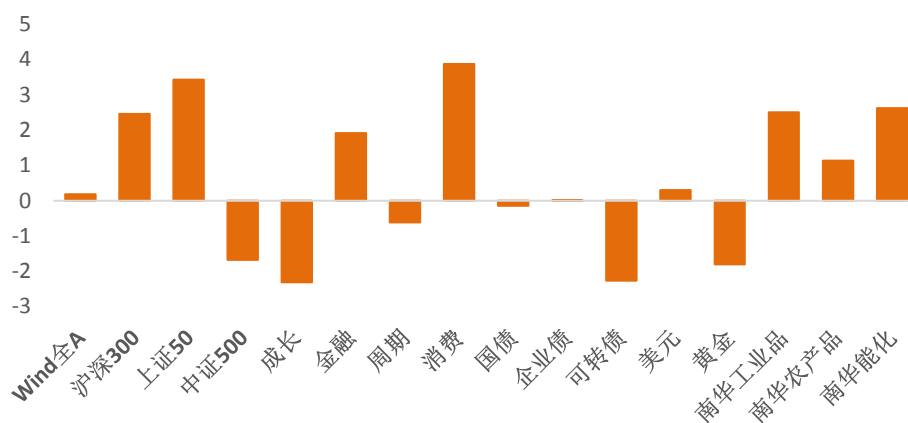
相关报告

1 《宏观报告：宏观-2月：经济复苏的第一个高点已经出现》 2021-02-07

2 《宏观报告：行业景气度的几个变化值得关注——12月行业景气度更新》
2021-02-05

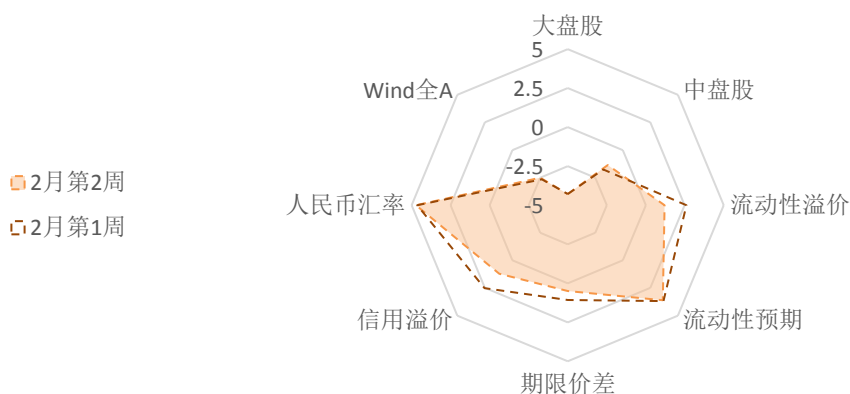
3 《宏观报告：宏观-如何评估春节前后的流动性环境？》 2021-02-02

图 1: 2月第1周各类资产收益率(%)



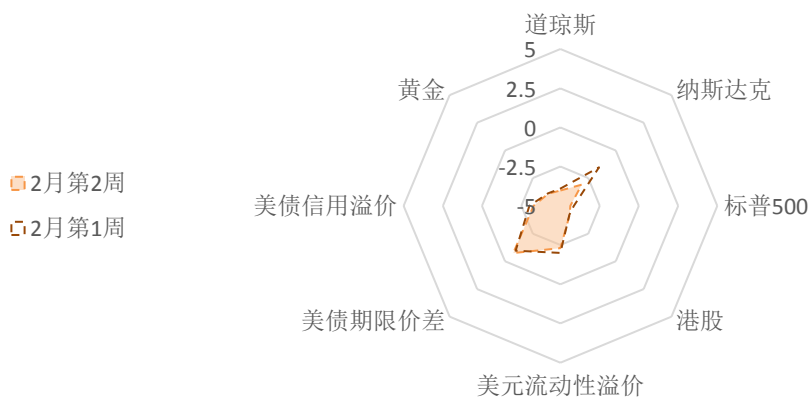
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2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: 2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：节前资金的确定性偏好上升，高估值躁动转向风格再平衡

2月第1周，前期流动性紧张的局面边际有所缓解，权益市场止住了下跌趋势。一级行业中，除了以白酒为代表的食品饮料强势反弹之外，消费者服务与银行也延续了上周的上涨态势。风格出现分化：成长和周期板块分别下跌2.31%和0.62%；金融和消费则分别上涨1.92%和3.87%。在流动性重回紧平衡和经济复苏边际放慢的背景下，“以大为美”的投资偏好重新占据主动，大盘股（上证50与沪深300）分别上涨3.43%和2.46%，中盘股（中证500）下跌1.67%，Wind全A上涨0.18%（见图1）。

A股的风险溢价小幅回升，整体估值持续维持在【偏贵】的区间内（见图2）。上证50的风险溢价与前期基本持平，低于中位数1.70个标准差，大盘蓝筹的风险收益比处在历史低位；沪深300的风险溢价维持在15%分位，低于中位数1.30个标准差；中证500的风险溢价回升到36%分位，低于中位数0.39个标准差。周期与成长估值中性（风险溢价分别处于51%和48%分位），金融中性略贵（41%分位），消费偏贵（28%分位）。

2月第1周，南向资金持续净流入约581亿元人民币，流入速度继续放缓。恒生指数的风险溢价继续维持在历史低位，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继续下降（81%分位），仍处在历史上【较高】水平。上证50和中证300维持拥挤状态（短期交易拥挤度85%分位）；中证500短期拥挤度有所回落（56%分位），金融的短期拥挤度继续上升（57%分位），两者目前中性较拥挤；周期的拥挤度与上一期基本持平（73%分位）；消费和成长的拥挤度小幅回落（处在66-67%分位），目前都较拥挤。2月第1周，股指期货基差小幅回落，但衍生品市场投资者的乐观情绪仍然较高。

2. 债券：流动性紧张有所缓解，信用溢价明显回落

Wind数据显示，本周（2月1日至2月7日）央行累计开展5300亿元逆回购，逆回购到期3840亿元，本周累计净投放1460亿元。与上周净回笼2300亿相比，流动性环境略有缓解，流动性溢价从76%分位回落至62%分位。银行间质押式回购成交量快速回落，杠杆偏好遭受打击，央行收紧流动性的阶段性目的已经达到，之后继续大幅收紧的概率不高。央行货币政策继续回归正常化，流动性中期维持紧平衡。

2月第1周，信用溢价开始从前期高点回落，目前处在62%分位。期限溢价继续收窄（下降到55%分位）。目前短端利率的风险较小，长端利率在“经济赶顶、信用回落”阶段的走势变化存在较大不确定性，需要关注通胀和货币政策。

2月第1周，债券市场的情绪中性偏乐观，国债和可转债短期交易拥挤度处于65与60%分位；信用债的短期拥挤度维持在56%分位。

3. 商品：油价接近疫情前水平，再通胀交易空间收缩

根据交通运输部的数据，春运开始（腊月十六）至今，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客1.6亿人次，比2019年和2020年同期大幅下滑75.6%和76.2%，但稍好于去年疫情爆发后的情况。2月第1周，春节临近，主要工业行业生产活动多数转弱，并且与往年春节前后相比表现偏弱。2月第1周，工业品价格普涨，其中有色能化上涨较多，黑色系与水泥上涨较少。

美国疫苗接种加快，原油需求继续回升，库存消耗速度超预期。布油价格环比上涨6.2%至59.3美元/桶，油价恢复接近疫情前的水平，再通胀交易的空间越来越窄。能化品的风险溢价小幅下降，目前处在53%分位左右。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74%分位的较高位置，市场情绪维持乐观。春节带来的农产品季节性行情仍在继续，受拉尼娜影响，美洲干旱和山火时有发生，对农业生产造成了负面的影响。农产品指数的风险溢价维持在前期水平，目前处在24%分位。

2月第1周美国实际利率维持在-1.02%，但复苏预期强烈。伦敦黄金现货下跌1.85%，

收于 1812.98 美金。

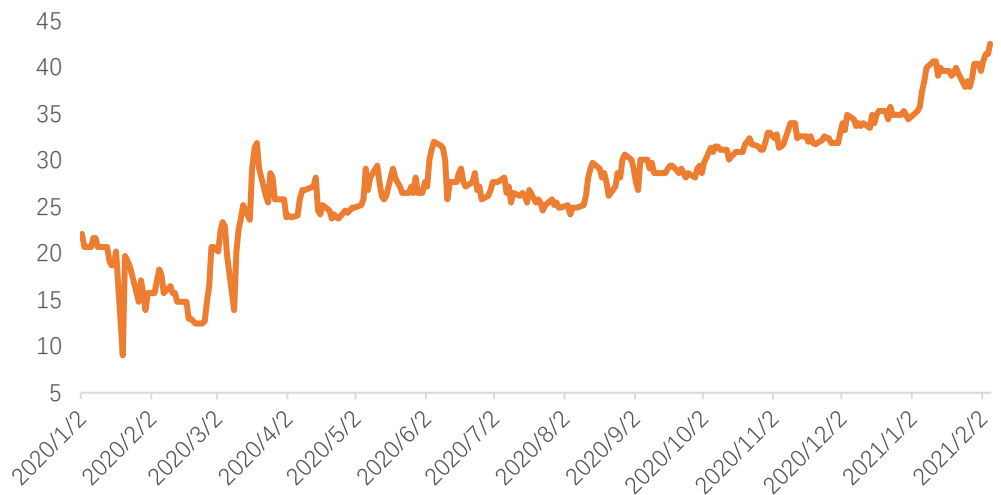
4. 汇率：美英新增确诊人数拐点确认，美元贬值暂时告一段落

随着欧美国家疫苗接种人数开始提速，欧美新增确诊人数、住院和重症人数快速下降。美国每日接种疫苗人数（7 日平均）维持在 130 万左右，上升斜率走平，累计接种超过 3680 万剂。欧洲（除英国）整体的疫苗接种进度不及美国。美国制造业 PMI 继续回暖，海外生产复苏加快的一致预期逐渐增强。当前美元期货的多头仓位拥挤度处在 12% 分位的低位，做空美元的交易拥挤度仍然较为拥挤。

本轮人民币升值正接近于告一段落，预计将进入震荡阶段。中美利差仍在极高水平（90% 分位以上），但是隐含汇率与实际汇率的价差已经下降到中位数下方（40% 分位），人民币的升值空间进一步被消化。人民币的短期交易拥挤度也开始下降，目前处在 84% 分位。但金融市场的短期资金流向没有出现明显转向。根据 EPFR 数据，2 月第 1 周，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，北向净流出 253.26 亿。

5. 海外：强推 1.9 万亿拉升风险偏好，期限溢价加速走阔

图 4: 美债期限利差加速上升（历史分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在拜登颁布“口罩令”与疫苗接种加速的双重作用下，美国新增确诊人数从前期 25 万/天的高点迅速下降到 13 万/天。疫情控制进度略快于预期。2 月 5 日美国参众两院通过了预算决议，为拜登的 1.9 万亿美元刺激计划铺平了道路。叠加 1 月的非农数据不及预期，

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_18156

