

# 风险定价 | 高估值躁动转向价值平衡

证券研究报告

2021 年 02 月 01 日

## 2 月第 1 周资产配置报告

1 月第 4 周各类资产表现：

1 月第 4 周，美股普跌。Wind 全 A 下跌 4.53%，成交额 5.0 万亿，成交量与前期持平。一级行业中，只有消费者服务和银行录得正收益；计算机、电子和国防军工等行业表现靠后。债券指数有所回调。

2 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内外市场波动率上升，高估值躁动转向价值平衡

债券——流动性过度宽松的状态结束，但不会出现钱荒

商品——需求加速改善，资金和情绪主导短期价格走势

汇率——欧美疫苗接种和生产复苏加快，人民币升值正在接近尾声

海外——散户逼空 GME 事件可能是蝴蝶的翅膀

**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

linyan@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：经历一场疫情后，中国制造的产业趋势出现哪些变化？》

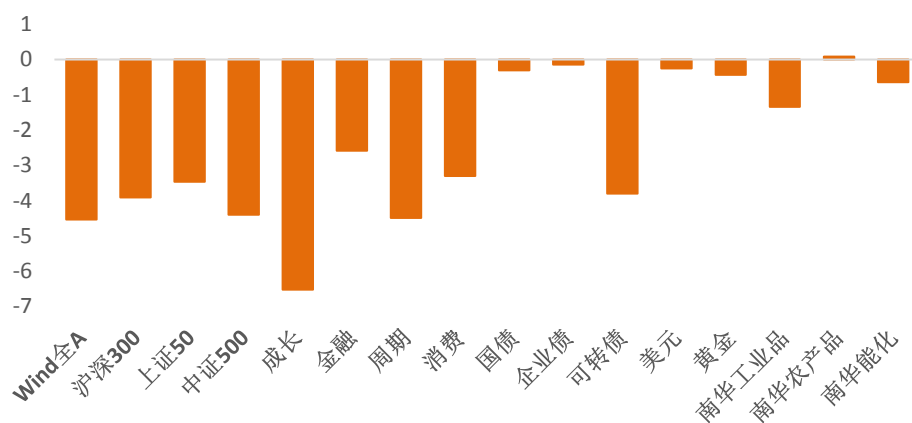
2021-01-28

2 《宏观报告：美联储何时开始缩减 QE？》 2021-01-26

3 《宏观报告：风险定价 | A 股情绪维持高位-1 月第 4 周资产配置报告》

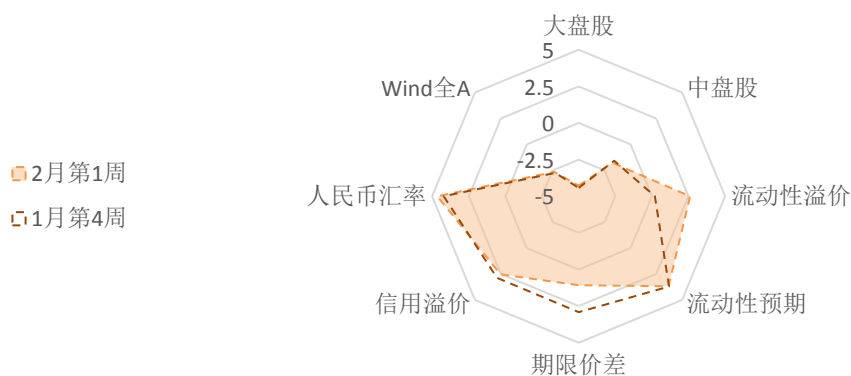
2021-01-26

图 1：1 月第 4 周各类资产收益率(%)



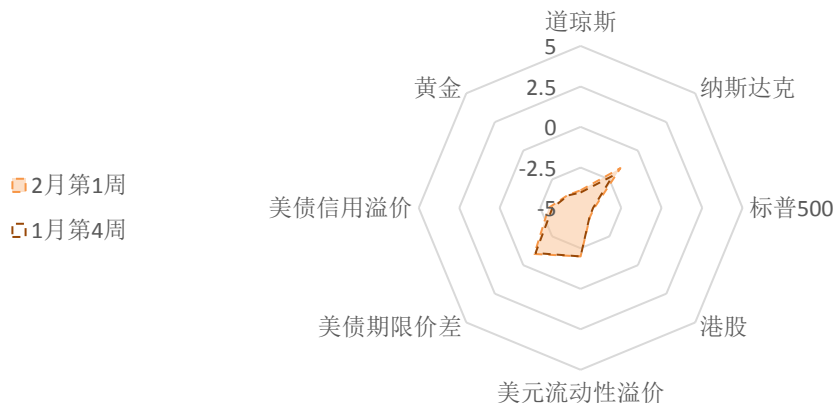
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 月第 1 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 1 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：内外市场波动率上升，高估值躁动转向价值平衡

1 月经济呈现预期中的环比走弱，但政策在跨节流动性操作上表现出超预期的定力。经济方面，制造业 PMI 季节性回落，高于近年当月均值。由于就业和物流受到疫情影响，新订单和产量回落幅度较大。非制造业供需转弱，疫情对 1 月生产消费的负面影响开始显现。就地过年主要影响 2 月数据，将熨平往年的春节波动。部分单位务工人员提前返乡，也有部分单位春节不停工或者少停工，因此产量不会下降太多。就地过年整体对消费不利，对工业生产和投资活动的影响可能是更早走弱，但更快复工，降幅比往年更浅。

1 月第 4 周，权益市场受资金面紧张和美股波动率上升的影响，一级行业中仅消费者服务与银行获得了正收益。金融、消费、成长、周期分别下跌 2.58%、3.30%、6.52%、4.49%。大盘股（上证 50 与沪深 300）分别下跌 3.46%和 3.91%，中盘股（中证 500）下跌 4.39%，Wind 全 A 下跌 4.53%（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 的风险溢价维持在 10%分位以下，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 1.28 个标准差；中证 500 的风险溢价回落到 32%分位，低于中位数 0.48 个标准差。周期估值中性（风险溢价 50%），金融和成长中性略贵（45%分位），消费偏贵（33%分位）。

1 月第 4 周，南向资金持续净流入约 794 亿元人民币，流入速度较上周有所放缓。恒生指数整体维持低盈亏比的状态，恒生指数的风险溢价继续维持在历史低位。

随着市场的调整，权益市场短期情绪指数有所下降（88%分位），仍处在历史上【较高】的区间内。上证 50 和中证 300 的短期拥挤，中证 500 较拥挤。金融的短期拥挤度已经来到中位数上方（52%分位），周期的拥挤度进一步上升（76%分位），消费和成长的保持拥挤状态（都处在 82%分位）。1 月第 4 周，股指期货基差上升，衍生品市场投资者的乐观情绪仍在持续。

## 2. 债券：流动性过度宽松的状态结束，但不会出现钱荒

货币政策方面，央行继 1 月第 3 周 MLF 缩量续作之后，第 4 周仍未进行明显的跨年操作，且释放不降准的信号。流动性溢价在 1 月 20 日前后开始大幅走高，目前已经来到了 70%分位以上，创下 18 年年中以来的新高。随着“永煤事件”带来的流动性冲击逐渐平息，央行货币政策继续回归正常化，去年 12 月-今年 1 月初流动性过度宽松的状态结束。

2 月第 1 周已经进入到节前资金需求的高峰阶段，目前动态资金缺口约 8000 亿左右，预计央行将开启跨年操作，可能进行 14 天逆回购并配合 MLF，加大投放稳定流动性预期。节后预计以逆回购净回笼为主，大概率维持总量适度的紧平衡状态，资金波动将有所减小，出现钱荒的概率不大。

1 月第 4 周，信用债的净发行额明显加快，信用溢价仍然维持在 70%分位以上的【较高】水平。短期利率随流动性溢价回升，期限溢价明显收窄（下降到 61%分位）。债券市场的杠杆偏好正在迅速回落，此前宽松流动性环境下，银行间质押式回购日成交量从 11 月初的 2.9 万亿最高升至 1 月 7 日的 4.98 万亿，机构银行间加杠杆行为明显。经过流动性骤然收紧的变化，最近一周日成交量已经降至 3.2 万亿左右，基本回到初始状态。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，需关注通胀和货币政策。

1 月第 4 周，债券市场的情绪修复有所停滞，国债和可转债短期交易拥挤度处于 75%分位，情绪较乐观。信用债的短期拥挤度维持在 65%分位，情绪中性偏乐观。

## 3. 商品：需求加速改善，资金和情绪主导短期价格走势

1 月第 4 周，春节临近，工业生产活动继续转弱。唐山钢厂产能利用率、焦炉生产率、半钢胎开工率、PTA 开工率环比回落。工业品价格涨跌互现。黑色和原油能化下跌，有色和化工上涨。1 月北半球气温下降导致主要经济体普遍进入停工期，基本金属需求较 12 月

有季节性回落，**基本金属 1 月维持滞涨行情。**

能化品的风险溢价基本与前期保持一致，目前处在 55%分位左右。工业品的风险溢价有所提升，但仍然处在历史低位。Comex 铜的拥挤度维持在 75%分位的较高位置，市场情绪维持乐观。拉尼娜天气加上国内疫情散发，随着春节临近，食品价格的季节性上涨预计仍将持续。**部分农产品品种的涨价预期比较明确**，农产品指数的风险溢价较前期有所回升，目前处在 27%分位。

美国去年 4 季度经济增长环比折年率 4%，基本符合预期。联储主席鲍威尔称：“关注撤出（宽松措施）这件事为时过早”，实际利率小幅下降至-1.02%。1 月第 4 周，伦敦黄金现货继续窄幅震荡调整，收于 1846.69 美金。

#### 4. 汇率：欧美疫苗接种和生产复苏加快，人民币升值正在接近尾声

中美利差仍在极高水平（90%分位以上），隐含汇率与实际汇率的价差本周维持在 67%分位的中高位置。从数据来看人民币还存在升值动力。但人民币汇率升值空间主要取决于中美经济增速的预期差。

**欧美国疫苗接种人数开始提速**，欧美新增确诊人数、住院和重症人数开始下降。美国接种疫苗人数（7 日平均）已经超过了 130 万，累计接种超过 3100 剂。欧洲整体的疫苗接种进度不及美国。继 12 月美国 PMI 创下新高，法国、德国、欧元区 1 月制造业 PMI 分别录得 51.6、57.1、54.8，均超出市场预期。**海外生产复苏加快的一致预期逐渐增强**。当市场出现一致预期后，交易会“抢跑”基本面，需要关注美元指数短期反弹且早于预期，美元走强对新兴市场的冲击不可忽视。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继续从历史极值回落，但仍然较为拥挤。

**本轮人民币的升值正在接近尾声**。人民币的短期交易拥挤度维持在 91%分位，人民币多头仍然拥挤。**金融市场的短期资金流向没有出现明显转向**。根据 EPFR 数据，1 月第 4 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-67.37 亿。

#### 5. 海外：散户逼空 GME 事件可能是蝴蝶的翅膀

1 月第 4 周，散户在 GameStop 逼空（short squeeze）对冲基金的事件仍在发酵，这一事件从宏观经济、金融市场、政治制度等多个视角都有历史性意义。单从金融市场的角度来看，这一事件也可能产生超预期的影响。第一，对冲基金清盘可能引发其他高杠杆交易的解散，进而造成全市场的流动性冲击。第二，个股大涨大跌的情况已经引发了全市场波动率的上升，芝加哥期权交易所波动率指数（VIX）大幅上涨，可能引发配置型资金离场。第三，当散户成为推动泡沫的主力时，市场也就到了极度脆弱的时候。**当前美股估值整体**

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\\_18266](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18266)

