风险定价 | A 股情绪维持高位

证券研究报告

2021 年 01 月 26 日

1 月第 4 周资产配置报告

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

1 月第 3 周各类资产表现：

1 月第 3 周，美股普涨，结构上成长与价值分化继续加剧。Wind 全 A 上涨 2.56%，成交额 5.1 万亿，成交量小幅回落。一级行业中，电新、医药和石油石化等行业领涨；非银金融、建筑和通讯等行业表现靠后。中证国债继续走强，中证企业债震荡偏强。

1 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——A 股情绪维持高位，港股并不便宜

债券——缴税需求拉升流动性溢价，债市情绪基本恢复

商品——生产活动开始转弱，食品价格继续上涨

汇率——人民币升值动力减弱但仍有空间，做空美元仍然是拥挤交易

海外——新一轮“拜登交易”退散，市场担忧加税、封锁与强监管

风险提示：美国疫情继续恶化，致死率和重症率急速上升；信用事件引发信用扩张加速回落；国内货币政策收紧超预期

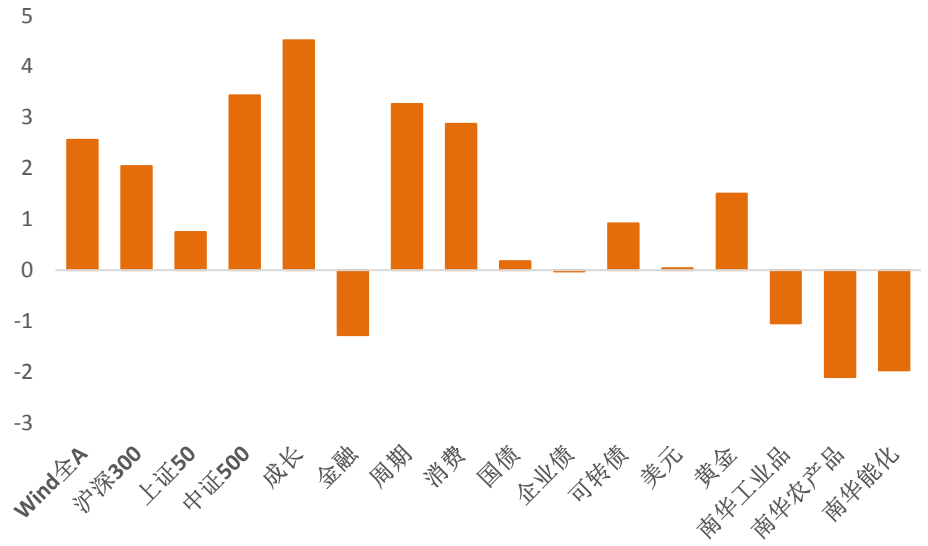
相关报告

1 《宏观报告：宏观-就地过年对经济有何影响？》 2021-01-25

2 《宏观报告：1 月资产配置报告》 2021-01-23

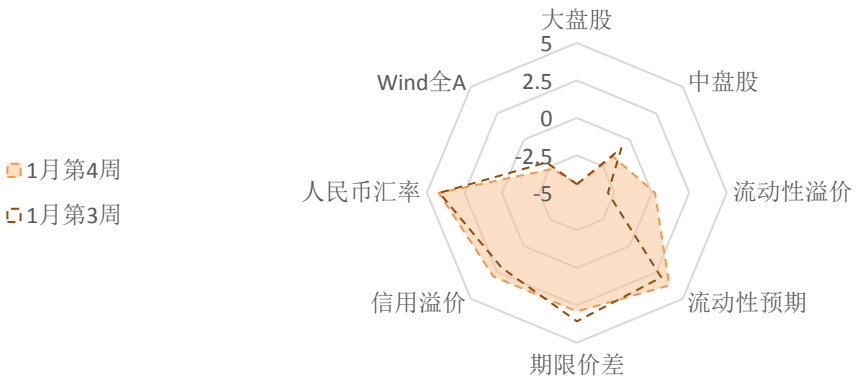
3 《宏观报告：风险定价 | 抱团变轮动，关注节前流动性变化和信用超预期收缩的风险-1 月第 3 周资产配置报告》 2021-01-18

图 1：1 月第 3 周各类资产收益率(%)



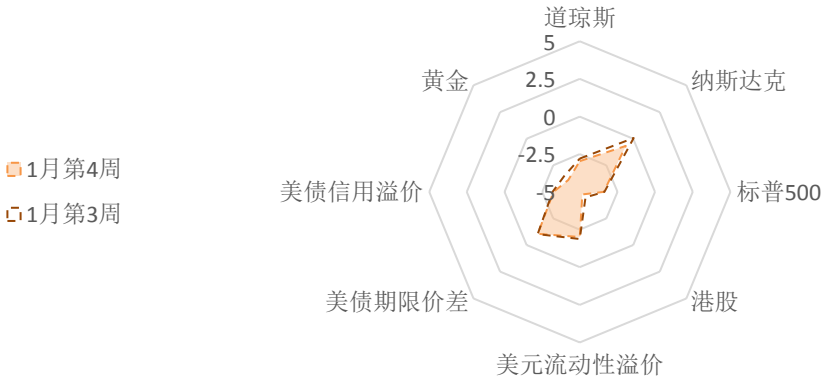
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 4 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 3：1 月第 4 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：A 股情绪维持高位，港股并不便宜

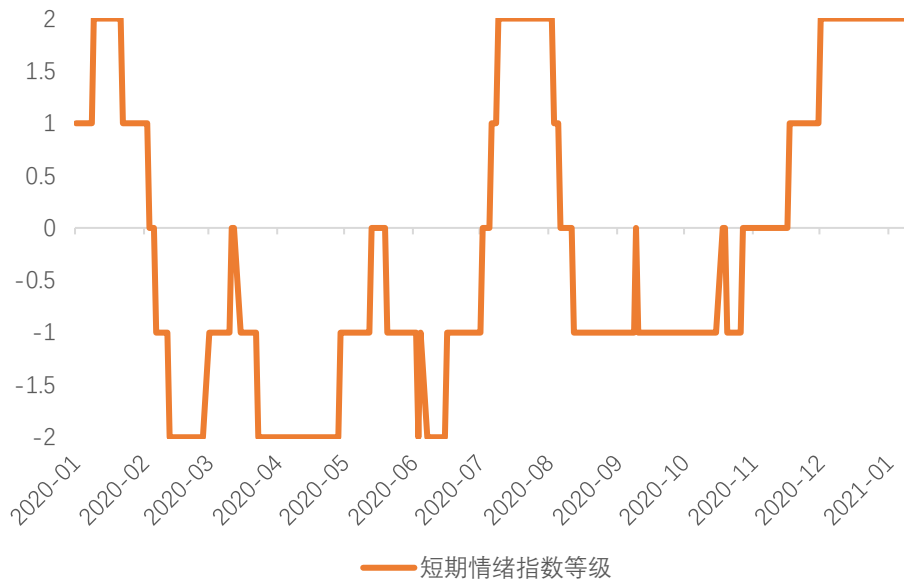
1 月第 3 周，权益市场止跌反弹。新能源、医药和周期板块领涨；金融、地产、建筑等行业仅获得了一周的轮动窗口，本周再次大幅跑输大盘。风格方面，金融下跌 1.28%，消费、成长和周期分别上涨 3.26%、4.52%、3.27%。与我们前期判断的一致，白马龙头的抱团瓦解目前还不具备触发因素。由于上周大盘股在调整中相对坚挺，而中盘股调整较多，在本周的反弹中，大盘蓝筹（上证 50 与沪深 300）的表现不及中盘股（中证 500），Wind 全 A 上涨 2.56%，上证 50 和沪深 300 分别上涨 0.75%和 3.43%，中证 500 上涨 4.51%（见图 1）。

A 股的风险溢价小幅下降，整体估值持续维持在【偏贵】的区间内（见图 2）。Wind 全 A 的风险溢价下降到 22%分位，估值继续上升。上证 50 的风险溢价维持在 10%分位以下，低于中位数 1.73 个标准差，大盘蓝筹的风险收益比处在历史低位；下降到了 14%分位，低于中位数 1.31 个标准差；中证 500 的风险溢价本周回落到 34%分位。风格方面，周期和成长估值中性（风险溢价 52%和 49%分位），金融估值中性略贵（42%分位），消费估值偏贵（39%分位）。

2021 年前三周，南向资金持续净流入超过 2312 亿元人民币，恒生指数累计上涨 8.14%。全年来看，港股受中美政经环境改善与海外流动性外溢的驱动，机会好于过去两年。**但港股并不便宜，AH 溢价目前回归到中位数附近，恒生指数的风险溢价也处于历史极低水平**（2%分位），整体维持低盈亏比的状态。

权益市场短期情绪指数目前维持在历史高位（91%分位），处于【较高】的位置（见图 4）。上证 50 和中证 300 的短期拥挤度，中证 500 中性略拥挤。金融拥挤度上升（38%分位），周期拥挤度升至中位数上方（67%分位），消费和成长保持拥挤状态（82%和 77%分位）。1 月第 3 周，股指期货的贴水上升，衍生品市场投资者的乐观情绪下降较快。

图 4：天风宏观权益市场短期情绪指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：缴税需求拉升流动性溢价，债市情绪基本恢复

1 月第 3 周，缴税截止短期拉高资金需求，流动性溢价升至中位数附近（52%分位），后半周公开市场操作净投放，流动性溢价有所回落。春节前降准概率不大，临时降准（CRA）的概率也在下降，**预计月底可能操作 MLF 和 14 天逆回购来维持春节期间的流动性稳定。**

信用溢价在永煤事件后持续处在 70%分位以上的【较高】水平，短久期中高等级信用债的配置性价比较高。期限利差在连续两个月回升后开始回落，目前处在 79% 分位，长端利率债具备配置价值，但是交易盘需要警惕通胀从底部快速回升的利空。经济处在“经济赶顶，信用回落”的“起跑区”内，利率的变化仍然是存在较大的不确定性的。

债券市场的情绪基本修复，国债短期交易拥挤度维持在 82%分位，情绪乐观。信用债和可转债的短期拥挤度处在 67%-68%分位，情绪也回归中性偏乐观。

3. 商品：生产活动开始转弱，食品价格继续上涨

1 月第 3 周，春节临近，工业生产活动开始转弱。唐山钢厂产能利用率、焦炉生产率，半钢胎开工率环比回落，但 PTA 开工率环比还在小幅回升。1 月第 3 周，工业品价格涨跌互现。螺纹钢、热轧卷板环比下跌 1.5%、2.8%；焦煤、焦炭环比下跌 6.0%、0.1%；铜、铝环比上涨 0.2%、0.2%，锌环比下跌 1.5%；布油环比上涨 0.6%至 55.4 美元/桶，化工品环比上涨 2.4%；水泥环比下跌 0.43%。国内疫情形势略微加重，南华工业品、南华农产品、南华能化品分别下跌 1.05%、2.10%、1.97%。

能化品的风险溢价基本与前期保持一致，目前处在 54%分位左右。工业品的风险溢价极低。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 18%分位。

1 月第 3 周，伦敦黄金现货小幅上涨，收于 1854.80 美金。美国新增确诊人数、住院和重症人数开始下降，但是拜登可能会推出更加严格的封锁令来降低传染率。同时，拜登提出新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激计划想要顺利通过国会批准的难度较大。美元指数有所回落，收于 90.21。实际利率基本止住联储 Taper Talk 之后的上涨态势，与上周持平。

4. 汇率：人民币升值动力减弱但仍有空间，做空美元仍然是拥挤交易

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又重新回到了 70%分位的高位，人民币汇率在海外疫情得到控制之前仍有升值空间。人民币的短期交易拥挤度维持在 89%分位，**人民币多头仍然拥挤。**

短期资金流向利多人民币币值。根据 EPFR 数据，1 月第 3 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。本周北向净流入 96.07 亿，较上周有所减少。

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。**

5. 海外：新一轮“拜登交易”退散，市场担忧加税、封锁与强监管

1 月 20 日，拜登宣誓就职，但新一轮的“拜登交易”没有坚持两天，一方面拜登提出的 1.9 万亿美元财政刺激计划在两党之间和民主党内部都没有达成一致，另一方面市场开始担忧加税、封锁以及金融监管

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_18460