

把握大盘成长投资价值提升的窗口期

证券研究报告
2021年05月28日

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：5月资产配置报告》
2021-05-27
- 2 《宏观报告：风险定价-流动性全面控盘-5月第4周资产配置报告》
2021-05-25
- 3 《宏观报告：风险定价-流动性和供给侧主导市场定价-5月第3周资产配置报告》 2021-05-19

根据天风宏观战术配置模型：5-7月，大盘股（上证50）、成长板块与利率债的配置比例上升较快，分别上升7%、8%和8%。

三者胜率上升是受美元流动性外溢、经济复苏斜率温和放缓、通胀担忧回落以及流动性超预期宽松等因素合力作用的结果。

风险提示：疫情再爆发；经济陷入滞涨；货币政策超预期收紧

天风宏观战术配置模型 5 月份大幅上调了大盘股（+7%）、成长风格（+8%）和长端利率债（+8%）的配置比例。

总结原因，当前正处于中美流动性宽松的窗口期。宏观环境具备三个特征：

第一，经济温和修复且斜率放缓。去除基数影响后的季调环比增速，二季度有望较一季度有所改善，但大概率不及去年四季度，综合制造业 PMI 和工业产出的表现来看，经济复苏已经进入斜率温和放缓的顶部。

第二，通胀担忧见顶回落。大宗商品价格猛涨引起了高层重视，国常会连续三次点名“大宗商品”，打击囤积居奇、哄抬价格等行为；三大商品交易所提升保证金比例和手续费来抑制商品期货市场上的投机行为。多重政策压力下，商品期货价格大幅回调，市场对于原材料价格过快上涨导致经济陷入“输入性滞胀”的担忧有所回落。

第三，结构性紧信用和宽货币的政策环境。今年以来，货币操作保持中性，近期政策表态对通胀的反应偏鸽；地方政府债券发行进度明显偏慢；金融委会议要求“金融系统坚持大局意识，坚持稳字当头”，“七一”之前是国内流动性宽松和金融稳定的窗口期。

图 1：春节后流动性溢价多数保持在【中性偏松】的区间内



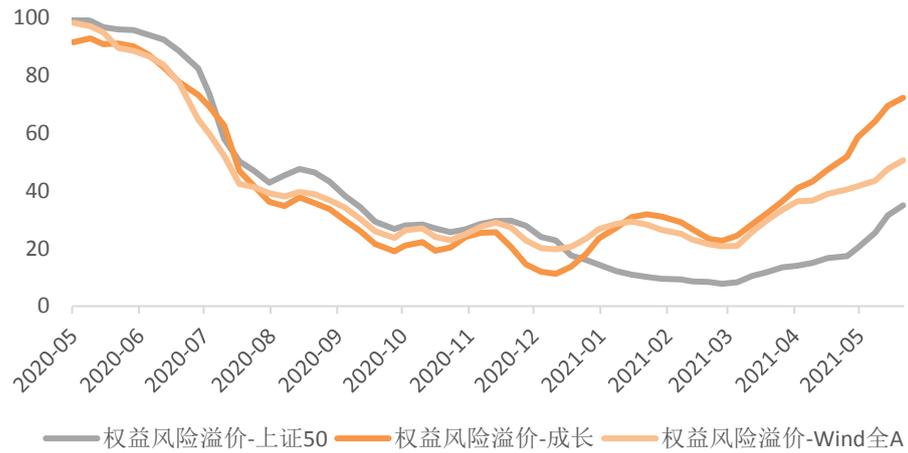
资料来源：WIND，天风证券研究所

尽管当前处于信用收缩期，但紧信用只是结构性并强调稳字当头，和 2017-2018 年紧信用的力度和结构都有显著不同，因而信用收缩暂时不是资产定价的核心因素。**当前市场的主要驱动因素是流动性宽松，其次经济复苏温和放缓和通胀预期见顶降低了利率的上行风险。**

过去三轮经济复苏周期的尾声，中盘股的弹性大于大盘股。当实际经济增速开始转向时，指数进入盈利拐点的观察期，大盘股开始重新占优中盘股。成长股受益于流动性宽松并对经济复苏放缓相对钝化。**因此在当前流动性宽松的窗口期，大盘成长和利率债的胜率提升较快。**

目前 Wind 全 A 目前风险溢价已经回到中位数上方，A 股整体已经不贵。大盘股的赔率从历史极低位修复到了中低位（34%分位）；成长股的赔率具有吸引力（81%分位）。

图 2：4 月以来，用 TTM 方法计算的 A 股静态市盈率在一个月内下降明显，风险溢价有所反弹



资料来源：WIND，天风证券研究所

对流动性更加敏感的短端利率 4 月已经抢跑，而长端利率在 5 月之前都表现得相对克制。期限利差一度拉开到 85%分位，目前仍处在 78%分位左右。当前的长端利率风险有限，拉久期策略依然性价比较高。

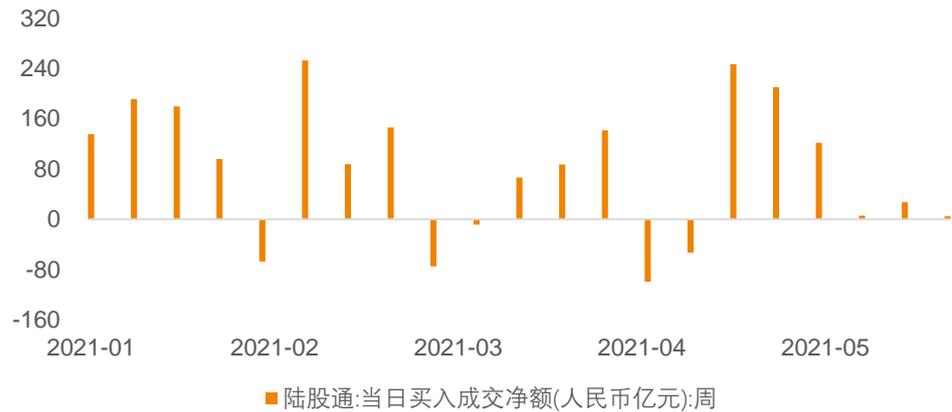
图 3：长端在 5 月以前都表现的相对克制，期限溢价处在高位



资料来源：WIND，天风证券研究所

随着欧美经济复苏差的收敛，欧元阶段性反弹，美元指数短期承压。中美利差目前仍处在较高位置，随着人民币阶段性升值，人民币资产开始享受美元流动性外溢带来的资产价格上涨。外资青睐的高盈利质量因子近期表现较强，申万绩优股指数近一个月上涨了近 5%。

图 4：今年以来北向资金大幅净流入 A 股市场



资料来源：WIND，天风证券研究所

近期市场的风险偏好也明显提升，ST 指数年内已经录得超过 12% 的收益。权益市场的短期情绪指数也已经从底部回升至中性水平附近。

图 5：近期权益短期情绪指数已经企稳回升至中性水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：随着风险偏好不断改善，ST 概念板块表现较强



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于中国央行已经回归正常化，并且经济处于顶部，未来重新大幅收紧流动性的概率不大。国内流动性在“七一”之前可能维持当前水平，之后可能随发债进度加快出现小幅收紧。主要的风险来自于美元流动性收缩。下一阶段，美联储暗示缩减 QE 并带来美元指数和实

际利率的反弹将是关键信号。

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_19817

