

风险定价 | 对外部利率逐渐钝化

证券研究报告

2021 年 03 月 23 日

3 月第 4 周资产配置报告

3 月第 3 周各类资产表现：

3 月第 3 周，美股指数下跌，价值回撤小于成长。Wind 全 A 下挫 1.39%，成交额 3.7 万亿，成交量继续萎缩。一级行业中，国防军工、轻工制造和纺织服装表现领先；电子，石油石化和非银金融等行业表现靠后。信用债指数上涨 0.10%，国债指数上涨 0.21%。

3 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——对外部利率逐渐钝化，开始风格轮动

债券——信用溢价连续两周快速回落

商品——原油供求同步恢复，价格可能剧烈波动

汇率——美欧疫情分化加剧，人民币拥挤度下降至较低位置

海外——SLR 豁免取消，市场开始预期海外流动性拐点临近

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：3 月资产配置报告》

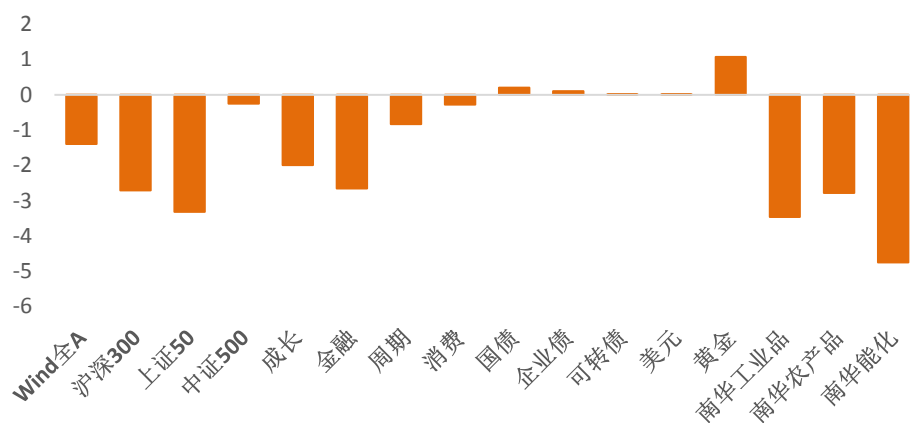
2021-03-20

2 《宏观报告：美债的几个关键位置》

2021-03-17

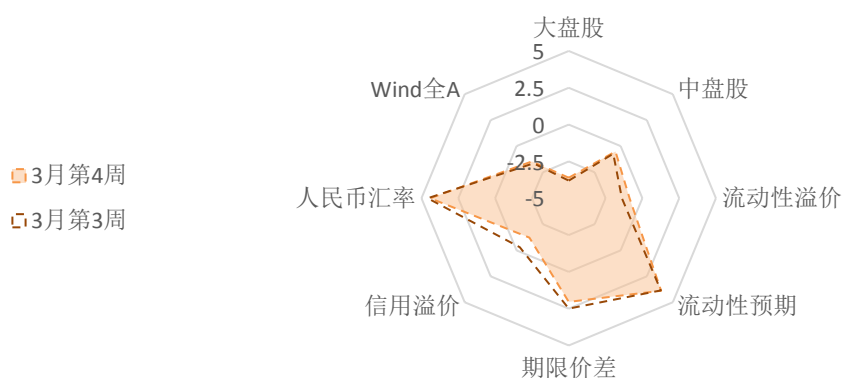
3 《宏观报告：宏观-震荡格局中的资产配置机会》 2021-03-16

图 1：3 月第 3 周各类资产收益率(%)



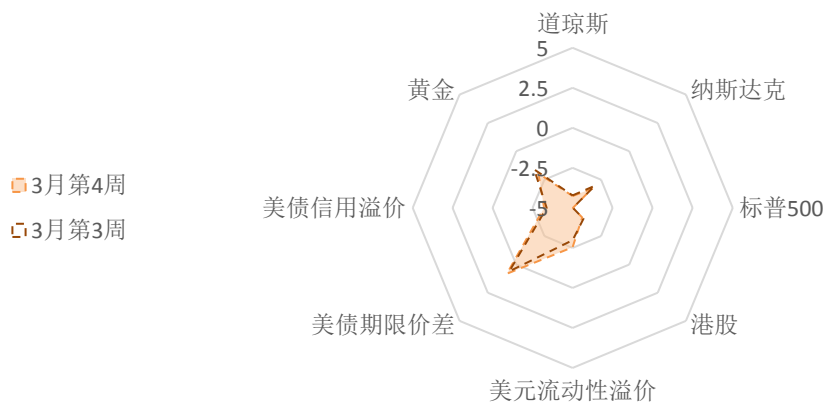
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3 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 3：3 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：对外部利率逐渐钝化，开始风格轮动

3月第3周，国内1-2月经济数据受疫情、严寒、财政节奏等短期因素的扰动，较去年4季度有所走弱，主要特征是工业部门的生产强、需求弱，其中外需延续强势，内需明显走弱，经济被动补库。美联储议息会议后美债10Y利率升至1.7%以上，已经进入高位区间。通胀预期已经触顶，快速上行的压力将会减弱。原油价格因为生产恢复和库存积累出现大跌。内外因素作用下，价值因子和成长因子开始轮动。

3月18日，议息会议结束当天A股市场并没有因美债利率上升出现调整，反而延续了前两个交易日的上涨。当前国内外的宏观环境不尽相同，海外市场担忧美元流动性环境可能出现拐点，但是国内的流动性拐点早在去年五六月已经出现，因此美债利率上升造成人民币汇率贬值和国内货币政策收紧等风险并不显著。目前来看国内市场对海外利率敞口暴露较多的主要是外资持仓集中的“核心资产”，经过大幅调整后已经脱离极端风险定价区域，反应开始边际钝化。国内市场后续的主要关注点在于国内信用环境收缩的影响。

3月第3周，价值因子的修复停滞，开始风格轮动。银行、石油石化、有色等板块有所调整，但是房地产、交通运输与公用事业依旧表现靠前。板块方面，3月第3周，金融领跌(下跌2.65%);成长下跌1.99%;周期下跌0.83%;消费的下跌幅度有所减缓(下跌0.28%)。市值风格再次出现分化，大盘股(上证50与沪深300)分别下跌3.32%和2.71%，而中盘股(中证500)仅下跌0.25%(见图1)。

3月第3周，A股的风险溢价继续回升。整体估值继续向【中性偏贵】区间靠近(见图2)，Wind全A的风险溢价回升至35%分位；上证50的风险溢价回升至中位数下方1.25个标准差(14%分位)，性价比依旧不高；沪深300的风险溢价回升至中位数下方0.84个标准差(31%分位)，估值【较贵】；中证500的风险溢价反弹至45%分位，低于中位数下方0.12个标准差，估值接近【中性】水平。周期与成长估值中性略便宜(风险溢价处在57%和62%分位)，金融和消费中性(47%分位)。

3月第3周，南向资金净流入48.51亿港元。恒生指数的风险溢价与前期基本保持一致，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继续回落至【悲观】水平(12%分位)。上证50和沪深300的短期拥挤度继续快速下降，分别处于18%与31%分位，中证500的拥挤度也回落至31%分位。成长的拥挤度低(14%分位)，金融和周期的拥挤度回归中性(49%分位)，消费短期拥挤维持在前期的较低水平(14%分位)。3月第3周，中证500的期货基差上升至中高位置(71%分位)，上证50和沪深300的期指基差下降至41%和29%，衍生品市场上的投资者情绪在大盘蓝筹股上转为【中性略悲观】，对中盘股态度相对【偏乐观】。

2. 债券：信用溢价连续两周快速回落

3月第3周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购和1000亿MLF操作，当周有500亿元逆回购和1000亿MLF到期，完全对冲到期量。国债10Y利率已经在3.2-3.3%位置盘桓近一个月，在诸多利空下保持坚挺。当前利率水平对于利空的定价相对充分，利率债的配置价值提升。目前债市交易结构普遍为低杠杆、短久期的防御状态，利率大幅上升的难度较大。

3月第3周，流动性溢价小幅回升至41%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(89%分位)。期限利差继续回落至70%分位，期限溢价开始对经济增长拐点的临近定价。当前风险定价状态下，长短端利率的风险都不大。3月第2周，信用溢价延续下降态势(38%分位)。高基数叠加去年超发的债券开始到期，社融预计开始从2月的高点开始下降，且斜率较陡，未来信用溢价有可能再次扩大。

3月第3周，债券市场的情绪企稳回升，回升至【中性偏保守】的区间内。国债和信用债短期交易拥挤度处于37%与44%分位，可转债的短期拥挤度回升至44%分位。

3. 商品：原油供求同步恢复，价格可能剧烈波动

3 月第 3 周，主要工业行业开工率出现分化。受限产政策趋严影响，唐山钢厂产能利用率环比大幅回落 10.6%至 60.3%。焦炉生产率也环比回落，半钢胎开工率和 PTA 开工率仍然有所回升。

3 月第 3 周，工业品价格涨跌互现。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别上涨 0.4%、0.6%；焦煤、焦炭指数环比上涨 6.2%、0.4%；铜、锌环比分别下跌 1.4%、1.9%，铝环比上涨 1.0%；化工产品价格指数环比下跌 1.1%；水泥价格环比上涨 0.1%。

3 月第 3 周，布油价格下跌 6.8%至 64.5 美元/桶。IEA 预计 2021 年全球原油需求量将反弹 550 万桶/日，2021 年需求将增长至 9650 万桶/日，较 2019 年还有较大差距。**美国原油产量维持在 1090 万桶/天，处在年初高点附近，距离疫情前的产量高点 1300 万桶/天还有差距。**随着美国疫情逐渐得到控制，美国原油产能将会有序恢复，当前美国原油库存开始回升，预计未来几个月原油供给有望随着俄罗斯、OPEC 和美国之间市场份额争夺逐渐激烈而有所回升。油价在当前区间内多空博弈严重，存在供求缺口的情况下价格可能剧烈波动。预计全年 WTI 价格中枢区间在 55-60 美元。（详见《油价是涨是跌》）

能化品的风险溢价回升至 27%分位左右，仍处在【较贵】的区间内。工业品的风险溢价仍然处在历史极低水平。Comex 铜的拥挤度有所回落（目前处在 70%分位的较高位置），市场情绪继续保持乐观。3 月第 3 周，主要食品价格多数下跌，**农产品指数的风险溢价回升至 14%分位下方，目前估值【贵】。**

4. 汇率：美欧疫情分化加剧，人民币拥挤度下降至较低位置

美国疫情继续好转，单日新增确诊人数保持在 5.5 万人/日左右；欧洲重新开始提升封锁强度，法国、德国、意大利的新增确诊人数继续上升。根据美国疾控中心（CDC）的数据，截止 3 月 20 日，美国已经接种 1.21 亿剂疫苗、其中 7937 万人（占总人口的比重为 23.9%）已经至少接种 1 剂，4304 万人完成接种（占比 13%）。每日接种人数在 250 万左右，欧洲部分国家如英国、法国和德国的疫苗速度也有所提升，但与美国之间的差距仍然存在。**美元指数维持在 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大幅上升至 45%分位，多空势力趋于平衡。

3 月第 3 周，人民币继续小幅走弱。中美短期利差仍在较高水平（90%分位以上），隐含汇率与实际汇率的价差与上期持平，目前处在中位数附近。人民币的短期交易拥挤度继续下降（18%分位），市场情绪反转明显。**金融市场资金面也开始有所转向，**根据 EPFR 数据，3 月第 3 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大幅减少，北向小幅净流入 87.08 亿。

5. 海外：SLR 豁免取消，市场开始预期海外流动性拐点临近

美联储在 3 月 19 日宣布补充杠杆率（SLR）减免按原计划于 3 月 31 日到期。债券市场空头情绪高涨。从 2 月开始，美国商业银行的美债净持仓规模开始缓慢下滑，因此 SLR 豁免到期造成商业银行抛售美债的压力已经提前释放，预计不会对利率造成进一步冲击。另外 SLR 减免到期对美国商业银行资本充足率的影响有限。

3 月 FOMC 对于利率上行依然保持淡定，表明当前利率水平没有触发美联储进一步操作的必要。另外联储上调了回购操作（RRP）的上限，暗示了可能为之后的 SLR 减免到期不续作政策准备。由于预期美联储短期内不会有进一步宽松的动作，新兴市场中巴西、土耳其和俄罗斯宣布加息，从而缓解通胀和本币贬值的压力。日本央行也宣布将长期利率变动幅度由此前的正负 0.2%扩展至正负 0.25%。虽然目前发达国家和除中国之外的新兴市场还没有见到流动性的拐点，但是预期已经走在前面了。

3 月第 3 周，美债长端继续上升，美债 10Y 利率升至 1.74%，彻底回到疫情前的水平。美债 10 年-2 年的期限价差升至 1.58%，再创新高。做空美债、做多曲线斜率的交易的拥挤度进一步上升。美债 10Y 实际利率升至 -0.57%，剔除长期趋势变化后，本轮美债实际利率可能上行至 70%-80%历史分位，高点对应 0.2%-0.3%。通胀预期继续在高位震荡，10 年盈亏平衡通胀预期为 2.31%，当前通胀预期已经处于历史高位。预计本轮名义利率的高点在

1.9%-2.1%左右。

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，目前都处于过去十年的 10%分位以下（分别位于中位数下方 1.40、1.37 个标准差），估值【极贵】；纳斯达克的风险溢价下降到 17%分位左右，位于中位数下方 0.74 个标准差（见图 3）。美元的流动性溢价处于 25%分位左右，流动性小幅收紧，但整体环境仍然宽松。本周下跌中价值板块相对成长板块抗跌，两者的均值回归仍处在进行时。

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_18811

