

# 4 月资产配置报告

证券研究报告  
2021 年 04 月 22 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：风险定价 - 美债利率为何回落？-4 月第 4 周资产配置报告》 2021-04-20
- 2 《宏观报告：宏观-一季度经济数据的九点感受》 2021-04-17
- 3 《宏观报告：风险定价 - 流动性进一步宽松，债券波动加大-4 月第 3 周资产配置报告》 2021-04-14

## 4 月配置建议：

**权益：**不再继续下调配置仓位，整体仓位保持【标配或低配】；【标配】中证 500；【标配或低配】沪深 300；【低配】上证 50；【标配】周期和金融，【标配或低配】消费和成长。

**债券：**不再继续上调配置仓位，维持利率债【标配】，维持转债【标配】，下调信用债至【标配或低配】（中高等级信用债）。

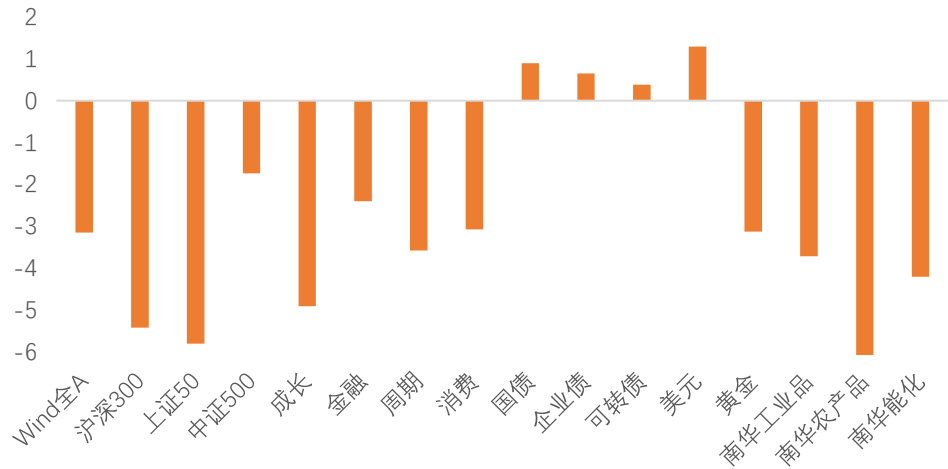
**商品：**维持【标配】农产品、【低配】贵金属，工业品。

**做多人民币汇率：**维持【标配】

**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

## 一、3月市场回顾

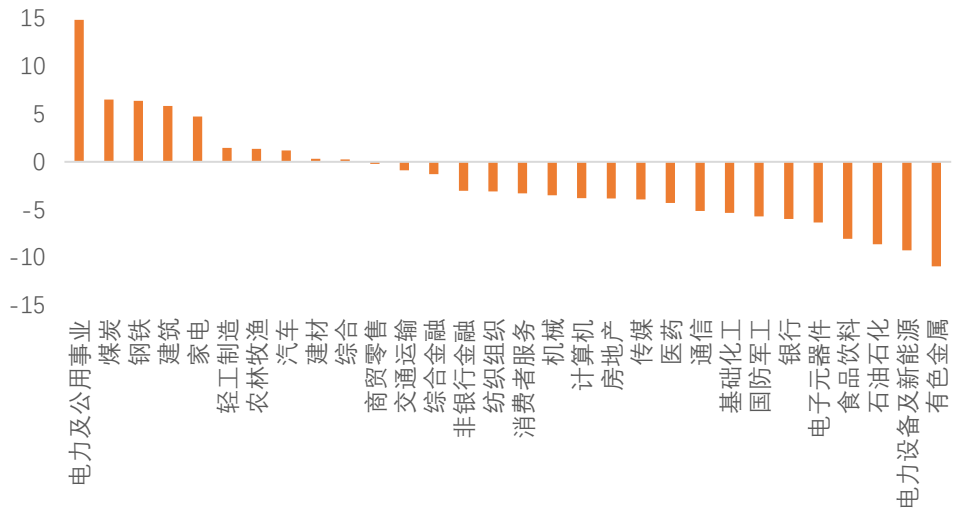
图 1：3月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**权益市场：**3月，海外流动性收紧的预期进一步加强，叠加国内信用环境也确认进入收紧阶段，估值调整压力继续上升，权益市场全面回调。板块上，估值低的金融回撤最少；周期部分回吐前期获利；成长表现不佳；消费继续调整但幅度收窄。我们年初以来建议降低消费和成长至【标配或低配】；建议降低大市值龙头（上证50）至【低配】；建议【标配或高配】中盘股。以上配置策略目前为止都表现较好。

图 2：3月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**债券市场：**一季度经济季调环比低于去年四季度，债券开始定价经济拐点的临近，市场杠杆偏好回升，三月利率债与信用债都表现较好。

**商品市场：**3月商品也出现了明显的获利回吐，跌幅与权益资产接近。能化品、工业品、农产品都录的负收益。受美债实际利率上升的影响，黄金价格继续回调，3月底现货伦敦金收于 1707.52 美元/盎司附近。

**外汇市场：**3月美元指数延续反弹，美元对人民币升值 1.5%，人民币兑一篮子货币震荡偏强。

## 二、4月宏观环境与政策状态

今年 1 季度实际 GDP 环比季调增速为 0.6%，自 2011 年有统计数据以来仅高于 20 年 1 季度，大幅低于 20 年 4 季度的 3.2%。1-2 月的经济数据细节带有明显的短期冲击(疫情反复、极寒天气、就地过年和财政滞后)痕迹。3 月内需改善，外需走平，整体经济较 1-2 月份有所回暖。“不急转弯”基调下经济复苏面临的宏观政策压力尚不明显，随着短期不利因素的消退，经济环比增速的第二个拐点将出现在 21 年 2 季度，但高度低于第一个高点；下半年，信用收缩和广义政府债务减速将主导内需回落，份额回吐和海外复苏动力转向服务业将引发出出口边际走弱，预计届时经济环比增速将转向回落(详见《经济复苏的双头顶》)。

今年货币政策整体保持中性，市场利率围绕政策利率波动。预计 2 季度政策适度偏紧，信用主动收缩；3 季度随着经济回落，信用被动收缩。春节至今，央行保持中性货币政策操作，但资金需求较低，流动性偏松，二季度可能适度收紧，资金面维持紧平衡。

### 三、4 月大类资产配置建议

图 3：4 月大类资产配置建议

大类资产	空仓/做空	低配	标配	高配	超配
股票					
债券					
商品					
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配
周期					
消费					
成长					
金融					
上证 50					
沪深 300					
中证 500					
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配
利率					
信用					
转债					
拉久期					
加杠杆					
信用下沉					
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配
农产品					
工业品					
贵金属					
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配
人民币					

资料来源：Wind，天风证券研究所

**(1) 权益：不再继续下调配置仓位，整体仓位保持【标配或低配】；【标配】中证 500；【标配或低配】沪深 300；【低配】上证 50；【标配】周期和金融，【标配或低配】消费和成长。**

Wind 全 A、中证 500 胜率与前期基本持平，目前分别处在 52%和 48%；上证 50 和沪深 300 的胜率也都维持在略低于中位数的水平上。经济增速复苏处在下半场，中盘股在该阶段的弹性略好于大盘股。大盘股和中盘股在衍生品市场上体现出来的情绪分化严重，中证

500 的基差处在 80%左右的中高位置，而上证 50 和沪深 300 的基差水平都处在较低位置。

**金融的胜率中高，周期胜率中性，消费和成长的胜率中性偏低。**2 季度金融（保险、银行）绝对受益于经济复苏，相对受益于信用趋紧。部分顺周期（中游制造、上游原材料）行业的景气度有望随着全球进入补库周期而提升，国内需求定价的周期性行业的（下游）订单可能在二季度之后出现边际回落。可选消费和服务业持续复苏但斜率缓慢，成长对超额流动性的反应更加敏感，可能有较高性价比和业绩超预期的结构性机会。

Wind 全 A、中证 500 的风险溢价处于 37%和 47%分位，估值【中性偏贵】；上证 50、沪深 300 的风险溢价升至 15%与 32%，估值【较贵】。风格方面，周期和成长的估值降至中性略便宜，金融和消费的估值回到中性。

**配置策略：不再继续下调配置仓位，维持权益【标配或低配】；【标配】中证 500；【标配或低配】沪深 300；【低配】上证 50；【标配】周期和金融，【标配或低配】消费和成长。**

## **（2）债券：不再继续上调配置仓位，维持利率债【标配】，维持转债【标配】，下调信用债至【标配或低配】（中高等级信用债）。**

利率债的胜率维持在中性水平。春节之后，央行维持中性货币操作，保持投放与回笼资金数量基本持平，资金供给略大于求，市场利率略低于政策利率，流动性中性偏松。利率债后续将面临通胀超调、债券供给等因素，且信用主动收缩的趋势较为明确，二季度利率的波动可能加大。

高等级信用债的胜率目前中性偏低，低等级信用债受信用收缩的负面影响，经济复苏位于顶部，信用风险需要具体行业分析。

风险溢价方面，期限利差处在中高分位；信用溢价降至中低分位；流动性溢价维持在中性偏低水平，流动性预期仍处在较高水平。市场对于货币政策回归正常化、流动性维持紧平衡的预期高度一致。债券市场的情绪较好，拥挤度回到中位数上方。

**配置策略：不再继续上调配置仓位，维持利率债【标配】，维持转债【标配】，下调信用债（中高等级信用债）至【标配或低配】。**

## **（3）商品：维持【标配】农产品、【低配】贵金属，工业品。**

需求方面，美国疫苗已经接种超过 2 亿剂（1.3 亿人），欧洲疫苗接种也在提速，**欧美经济复苏斜率显著提升，美国在疫苗接种上目前仍大幅领先欧洲，美元中期大幅下降的概率不大。**供给方面，全球原油储备产能较为充裕，OPEC+从 4 月开始增产，铜供需继续维持错配紧平衡的状态。短期联储收紧流动性可能性较低，实际利率中期会继续提升，大宗商品的金融属性下降。从供求关系看，工业品仍处在牛市当中，但是在供给缓解预期和利率上升的概率较高的情况下，难出现单边上涨的行情，胜率中性，赔率仍处在历史低位。农产品胜率中性偏高，赔率处在较低水平。能化品估值随着原油的调整有所回升，目前仍处在中性偏低的位置（37%分位）。

贵金属方面，美债实际利率短期小幅调整，但不改中长期随着经济复苏继续向上的趋势。黄金的胜率仍然不高，金铜比有所下降，已经回到中位数附近（48%分位）。黄金期货非商业净多头持仓维持在 40%分位左右，情绪【中性偏悲观】。短期来看，黄金赔率中性，胜率低。

**配置策略：维持【标配】农产品、【低配】贵金属，工业品。**

## **（4）做多人民币汇率：维持【标配】**

美欧实际利差目前处在中位数附近，波动较小，随着欧洲疫情的逐渐改善和严格的防控政策逐渐放开，实际利率差可能进一步缩小。**短期美元指数可能会下降到 90 附近。**当前美元期货的多头仓位拥挤度上升至 45%分位，多空力量平衡。

中美短期利差继续下降但仍在较高水平，继续贬值空间不大。随着美元重新回落，人民币胜率小幅提升。做多人民币的交易拥挤度维持在较低位置（9%分位），多头情绪保持【悲

观 ]。随着国内经济逐渐接近拐点，欧美进入复苏斜率较快的区间内，人民币汇率短期没有单边趋势，进入双边震荡。

**配置策略：维持人民币多头策略【标配】。**

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\\_18911](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18911)

