

风险定价 | 美债利率为何回落?

证券研究报告

2021年04月20日

4月第4周资产配置报告

4月第3周各类资产表现:

4月第3周,美股指数多数上涨,风格差异不大。Wind全A下跌0.67%,成交额3.4万亿,量能保持在低位。一级行业中,综合金融、汽车和煤炭涨幅靠前;消费者服务、农林牧渔和交通运输表现靠后。信用债指数上涨0.16%,国债指数大涨0.41%。

4月第4周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——大盘股和中盘股的情绪分化巨大

债券——央行继续保持投放与回笼资金数量基本持平

商品——美国经济恢复迅猛,大宗商品需求改善预期乐观

汇率——欧洲疫苗接种明显提速,美债利率回落,美元继续调整

海外——美债利率下行并不意外,价值股估值提升的空间进一步缩小

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

linyanyan@tfzq.com

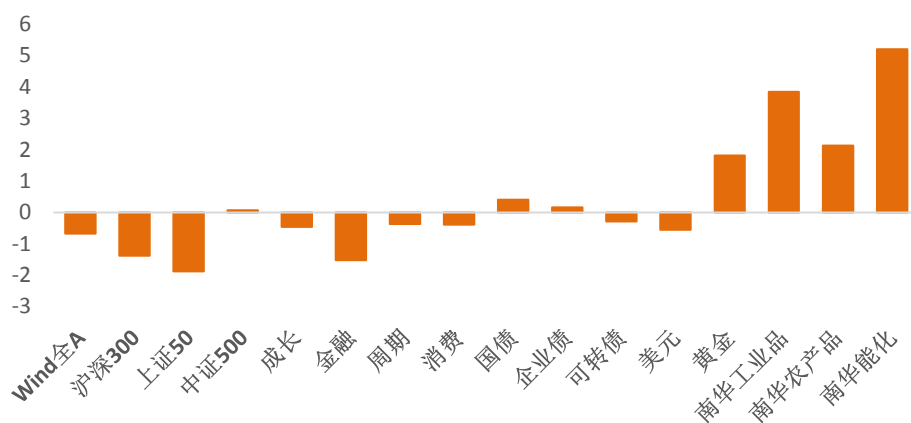
相关报告

1 《宏观报告:宏观-一季度经济数据的九点感受》2021-04-17

2 《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

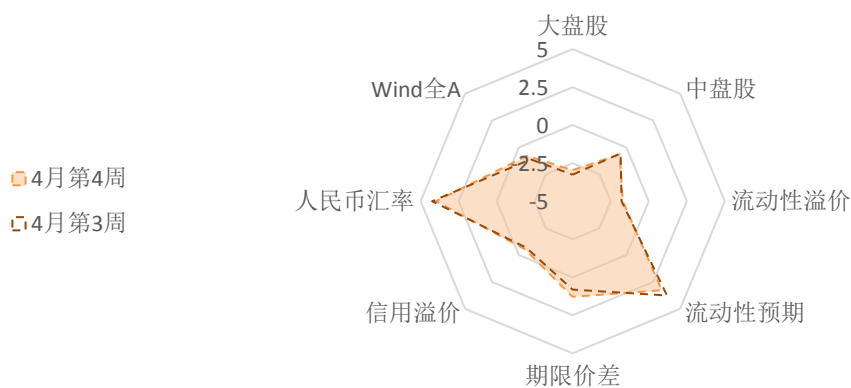
3 《宏观报告:宏观-4月:迈向本轮经济复苏的第二个高点》2021-04-12

图 1: 4 月第 3 周各类资产收益率(%)



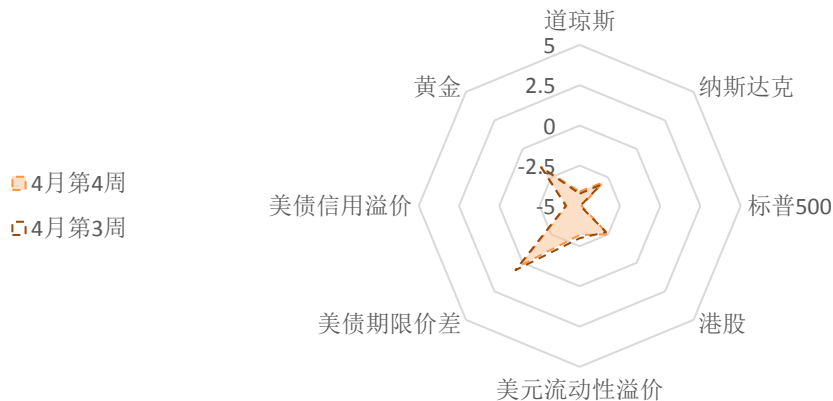
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 4 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: 4 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：大盘股和中盘股的情绪分化巨大

今年 1 季度实际 GDP 季调环比增速为 0.6%，为 2011 年以来除去年 1 季度疫情以外的最低，大幅低于 20 年 4 季度的 3.2%。1-2 月内需受疫情、严寒、就地过年、财政后置等短期因素冲击，3 月内需改善、外需小幅回落，整体较 1-2 月回暖。2 季度经济环比修复，同时信用确认收缩，3 月存量社融增速回落 1%至 12.3%，预计 4 月社融增速将回落至 12%左右，估值压力预计到三季度有所缓和。

1 季报预披露密集期仍在持续，目前来看，市场对估值压力较大且业绩不及预期的白马股十分苛刻，反映出当前偏谨慎的市场情绪和小盘价值的风格偏好。业绩兑现能力强的个股和板块相较于指数有一定超额收益。当前仍需平衡盈利和估值，关注高质量因子。4 月第 3 周，周期、成长、消费和金融分别下跌 0.37%、0.46%、0.39%和 1.52%。市值因子表现出色，大盘股（上证 50 和沪深 300）分别下跌了 1.87%和 1.37%，中盘股（中证 500）上涨了 0.07%（见图 1）。

4 月第 3 周，A 股风险溢价小幅提升。整体估值依然【中性偏贵】（见图 2），上证 50 的估值依然【贵】，沪深 300 的估值【较贵】，中证 500 的估值【中性偏贵】。成长估值【较便宜】，周期和金融的估值【中性略便宜】，消费的估值【中性】。大市值因子已经经历了较大幅度回调，但是仍有一定调整空间。

4 月第 3 周，南向资金净流入 44.92 亿港币。恒生指数的风险溢价维持在 25%分位的较低位置。恒生指数的盈亏比较前期整体有所改善，但是客观来说仍然不便宜。

4 月第 3 周，权益市场短期情绪指数小幅回升，仍然处于【悲观】水平（15%分位）。上证 50 和沪深 300 的短期拥挤度仍然处在较低位置（15-16%分位），中证 500 的拥挤度也处在中性偏低的位置（36%分位）。消费和成长的拥挤度较前期有所回升，目前回到了 24%和 31%分位，金融和周期的拥挤度有所回落，分别处在 23%和 26%分位。中证 500 的期货基差继续上升（85%分位），上证 50 和沪深 300 的期指基差回升至 30%分位，衍生品市场上的投资者情绪对大盘蓝筹股维持【中性略悲观】，对中盘股【乐观】。

2. 债券：央行继续保持投放与回笼资金数量基本持平

4 月第 3 周，央行开展了 1500 亿元 MLF 操作，MLF 到期 1000 亿，4 月 25 日 TMLF 到期 561 亿，操作利率保持 2.95%不变。逆回购方面，到期 400 亿，投放 500 亿。3 月份财政支出增加，财政存款减少 4854 亿元。央行延续了前期货币政策操作，维持市场利率稳定在政策利率附近。债券将面对通胀超调、债券供给和资金面配合等因素，短期波动可能加大。关注近期的信用事件和政治局会议的政策取向。

4 月第 3 周，流动性溢价与上周基本持平，处在 33%分位，流动性环境维持在较宽松的区间内。但市场对中长期的流动性预期仍然偏紧（82%分位）。期限利差继续回升到 63%分位，主要是短端利率回落更快。当前风险定价状态下，长短端利率的风险都比较有限。4 月第 3 周，信用溢价与前期基本持平（45%分位），信用回落将进入斜率较大阶段，信用溢价将走扩。

4 月第 3 周，债券市场的情绪继续回升，回升至【中性偏乐观】的区间内。国债和信用债短期交易拥挤度处于 68%和 57%分位，可转债的短期拥挤度回落至 44%分位。

3. 商品：美国经济恢复迅猛，大宗商品需求改善预期乐观

4 月第 3 周，主要工业行业开工率涨跌互现。减产政策公布后，唐山钢厂产能利用率首次触底回升，环比上涨 1.1%至 58.9%；焦炉生产率和半钢胎开工率环比回落，PTA 开工率环比回升。螺纹钢需求较强；热轧卷板需求一般。工业品价格多数上涨。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别上涨 1.0%、1.1%；焦煤、焦炭指数环比上涨 8.1%、6.8%；铜、铝环比上涨 2.6%、3.1%，锌环比基本持平；化工产品价格指数环比上涨 0.1%；建筑业进入施工旺季，水泥价格环比上涨 2.0%，近期涨幅稍高于季节性。

4 月第 3 周，布油价格反弹 6%至 66.72 美元/桶。近期美国经济数据显示服务业正在快

速恢复，随着服务业的报复性恢复，原油需求正在快速改善。美油产量回到 1100 万桶/天，维持在疫情以来的最高产量附近，供给增加缓慢。同时 EIA 数据显示 4 月 9 日当周的美油库存创一年以来新低。4 月第 3 周，布伦特原油现货与主力合约（6 月）升水幅度从上周的 1.3% 上升到 4%，短期多头情绪再次高涨；6 月合约与 12 月合约的贴水幅度较上周也有所收敛，但衍生品市场在中期仍然看跌原油价格。从中长期的视角来看，全球原油的储备产能充足，原油价格料难有很大的行情。

4 月第 3 周，能化品指数的风险溢价维持在 37% 分位左右，处在【中性偏贵】区间。工业品指数的风险溢价仍然处在历史极低水平。Comex 铜的拥挤度小幅下降到 65% 分位，市场【中性偏乐观】的态度继续维持。农产品指数的风险溢价与前期持平，处在 26% 分位，目前估值【偏贵】。美债实际利率有所下降，4 月第 3 周黄金价格小幅反弹 1.81%，收于 1775.85 美元/盎司。

4. 汇率：欧洲疫苗接种明显提速，美债利率回落，美元继续调整

美国新冠新增确诊人数延续前两周的上升势头，新增确诊人数维持在 7-8 万。欧洲新冠疫情进一步改善，法国、意大利等国新增人数加速回落。根据美国疾控中心（CDC）的数据，截止 4 月 10 日，美国已经接种 2.06 亿剂疫苗、其中 1.29 亿人（占总人口的比重为 39%）已经至少接种 1 剂，8247 万人完成接种（占比 24.8%）。每日接种人数上升至 320 万附近，英国、法国和德国等欧洲国家的疫苗接种加速明显。但在疫苗注射方面美国仍然遥遥领先，目前美国领先欧洲实现群体免疫的预期基本无法逆转。短期来看，疫情防控差仍然是美元最重要的锚点，随着美国疫情的反复，美元指数小幅调整，4 月第 3 周收于 91.53。

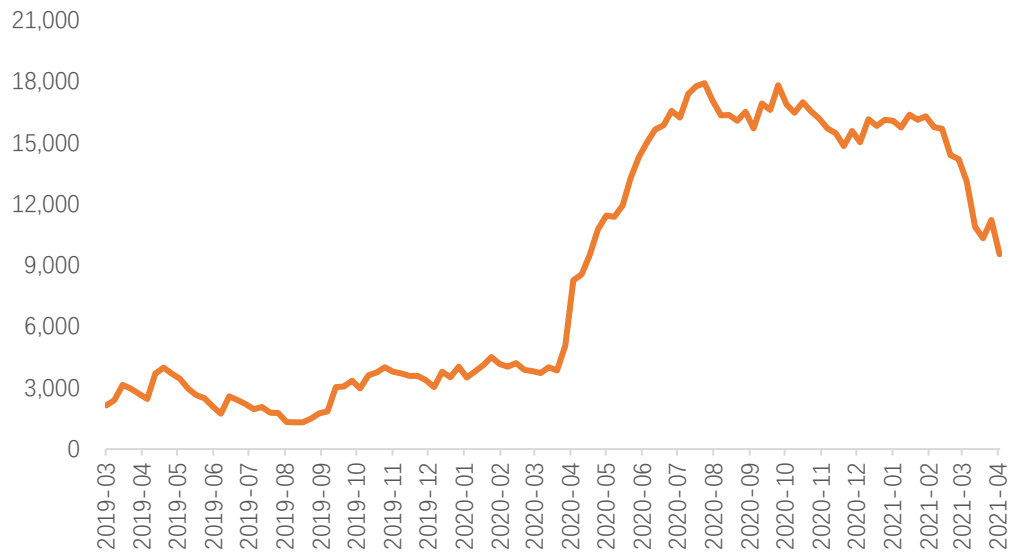
4 月第 3 周，随着美元的走弱，人民币（在岸）升值 0.55% 至 6.52。中美短期利差继续下降但仍在较高水平（90% 分位以上），长期利差也处在 80% 分位，隐含汇率与实际汇率的价差与前期持平，目前处在中性偏高位置（65% 分位），人民币小幅被低估。人民币的短期交易拥挤度维持在较低位置（9% 分位），多头情绪保持【悲观】。金融市场资金面有所转向，海外资金重新转为大幅净流入中国债券和权益市场，北向大幅净流入 247.09 亿。

5. 海外：美债利率下行并不意外，价值股估值提升的空间进一步缩小

4 月第 3 周，美国公布初次申领失业金人数创下疫情以来的新低，密歇根大学的消费者信心指数回升至去年 3 月疫情爆发前的水平。从数据来看，美国经济恢复的速度较快，但是目前美债实际利率重新回到 3 月初水平（-0.77%），回升速度放缓，美债名义利率经历了快速上行后已经在 1.6-1.7% 区间震荡了一个月左右。4 月第 3 周，美债 10Y 利率降至 1.59%，4 月 15 日最低跌至 1.53%，创去年 11 月以来最大盘中跌幅。

对于美债利率的下行，我们并不感到意外。第一，2 月美债利率快速上行存在 CTA 趋势交易、MBS“凸性对冲”、SLR 豁免到期迫使商业银行降低国债头寸等交易性因素的助推，3 月末这些短期交易性利空因素已经基本落定。第二，美国财政部 TGA 账户余额从 3 月初的 1.4 万亿美元缩减至 4 月初的 9550 亿美元，向市场投放了大量流动性，缓解了财政刺激下的美债供给压力率。第三，4 月日本进入新财年，日本投资者开始大量购买海外固定收益资产，从之前卖出美债转为买入，拉低美债利率。

图 4：美国财政部 TGA 账户余额大幅下降（单位：亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

美债空头明显减弱，美债期货非商品空头持仓头寸从3月2日至4月13日下降了37%。美债10年-2年的期限价差与上期基本持平，处在53%分位的中性位置。我们预计受空头交易回补和配置资金上升的影响，美债利率短期回落至1.5%左右，**但不改中期继续上升的趋势**。随着复苏斜率明显走强，未来实际利率还有一定上升空间。通胀预期继续在高位震荡，未来上升的空间较小。**维持本轮名义利率高点在1.9%-2.1%左右的结论。（详见《美债的几个关键位置》）**

美股估值水平基本与前期持平，目前美股整体估值处于历史高位。标普500和道琼斯的风险溢价继续处于过去十年的10%分位以下（分别低于中位数1.28和1.21个标准差），纳斯达克的风险溢价也处在21%分位的较低位置（见图3）。美元的流动性溢价进一步下降至18%分位左右，流动性环境宽松。美债利率下跌，一定程度上释放了对成长板块的估值压力，价值股的比较优势逐渐走弱。

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_18966

