

风险定价 | 流动性进一步宽松，债券波动加大

证券研究报告

2021年04月14日

4月第3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
linyanyan@tfzq.com

4月第2周各类资产表现:

4月第2周, 美股指数继续反弹, 成长相对价值涨幅更大。Wind 全 A 下跌 1.13%, 成交额 2.8 万亿 (4 个交易日), 量能保持在较低位置。一级行业中, 钢铁、有色和煤炭涨幅靠前; 消费者服务, 食品饮料和电力设备与新能源表现靠后。信用债指数上涨 0.09%, 国债指数下跌 0.04%。

4月第3周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——信用收缩, 机会集中于低估值和短期业绩确定性

债券——流动性进一步宽松, 短期波动可能加大

商品——原油期货开始定价, 远期供给改善

汇率——美债长端下行带动美元调整

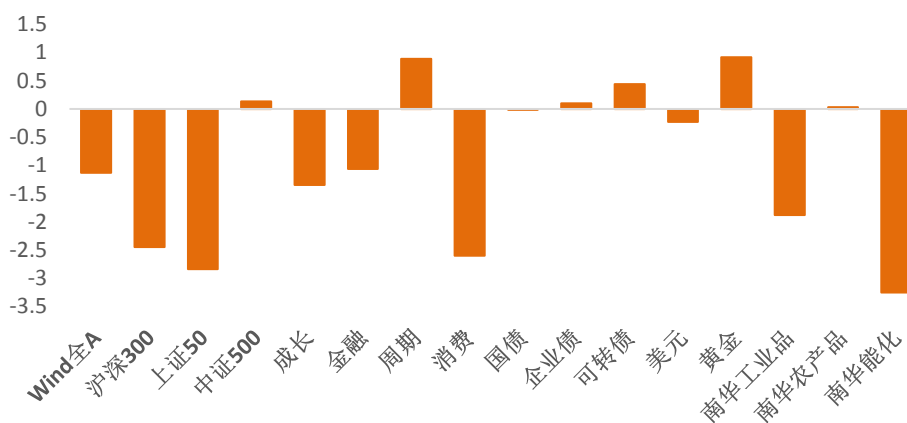
海外——价值股估值提升的空间进一步缩小

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

相关报告

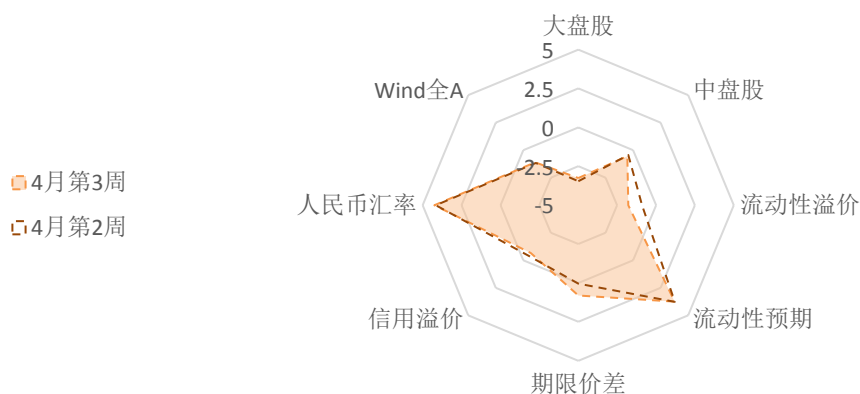
- 1 《宏观报告: 宏观-4 月: 迈向本轮经济复苏的第二个高点》 2021-04-12
- 2 《宏观报告: 拜登基建的三大障碍》 2021-04-09
- 3 《宏观报告: 景气度修复到了什么程度? ——2 月行业景气度更新》 2021-04-08

图 1: 4 月第 2 周各类资产收益率(%)



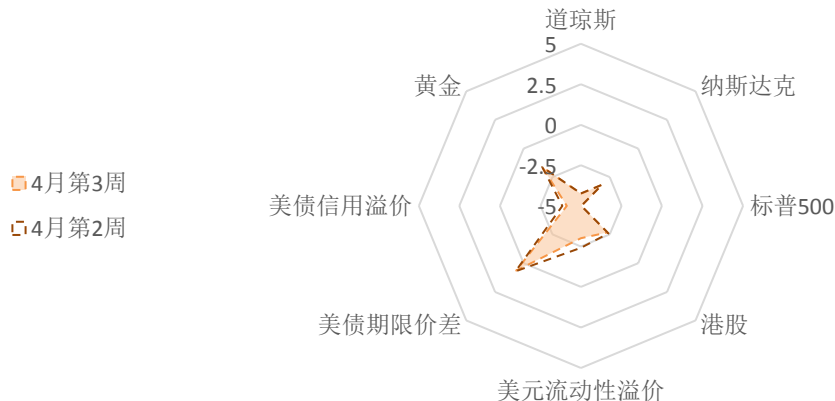
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 4 月第 3 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 3 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：信用收缩加速，机会集中于低估值和短期业绩确定性

3月PPI上升略超预期，市场预期社融增速将有较大回落，信用收缩进入加速阶段。符合较低估值和较高的短期业绩确定性的板块更适应当前的宏观环境。4月第2周，周期上涨0.89%，成长、消费和金融分别下跌1.35%、1.06%和2.60%。大盘股（上证50和沪深300）分别下跌了2.84%和2.45%，中盘股（中证500）上涨了0.14%（见图1）。

4月第2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的估值接近【中性】。周期、金融、成长的估值【中性略便宜】，消费的估值【中性】。

4月第2周，南向资金净流入70.39亿港币。恒生指数的风险溢价维持在24%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2周，权益市场短期情绪指数小幅回升，仍然处于【悲观】水平。上证50和沪深300的短期拥挤度仍然处于历史低位，中证500的拥挤度也处在中性偏低的位置。消费和成长的拥挤度处于历史低位，金融和周期的拥挤度也处在较低位置。中证500的期货基差维持在前期水平，上证50和沪深300的期指基差继续下降，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：流动性进一步宽松，短期波动可能加大

4月第2周，央行公开市场累计进行了2100亿元逆回购操作和1000亿MLF投放，当周有2200亿元逆回购和1000亿MLF到期，净回笼100亿。央行等额续作1000亿MLF维护了中期流动性的稳定，但是对于短期流动性的投放态度有所转变，可能与市场杠杆偏好上升有关。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。政策取向的进一步明确要关注4月中下旬的政治局会议。

4月第2周，流动性溢价下降到32%分位，流动性环境进一步宽松。但市场对中长期的流动性预期仍然偏紧（87%分位）。期限利差继续回升到58%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2周，信用溢价与前期基本持平（43%分位），信用回落将进入斜率较大阶段，信用溢价可能将走阔。

4月第2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63%和57%分位，可转债的短期拥挤度回升至53%分位。

3. 商品：原油期货开始定价远期供给改善

4月第2周，主要工业行业开工率涨跌互现。受限产政策趋严影响，唐山钢厂产能利用率环比继续小幅下降，焦炉生产率和PTA开工率也环比回落，半钢胎开工率继续回升。螺纹钢需求偏强；热轧卷板需求一般，与19年农历同期持平。工业品价格多数下跌。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别下跌1.2%、0.9%；焦煤、焦炭指数环比下跌1.6%、0.6%；铜、铝环比下跌0.6%、0.3%，锌环比上涨2.1%；化工产品价格指数环比下跌0.5%；建筑业进入施工旺季，水泥价格环比上涨0.6%

4月第2周，布油价格下跌2.79%至63.05美元/桶。美国原油产量小幅回落至1090万桶/天，维持在疫情以来的最高产量附近，距离疫情前的产量高点1300万桶/天还有210万桶差距。美油供给的积极变化已经开始激化国际原油市场上的份额竞争。OPEC+会议增产协议落地，待美国完成疫苗接种，原油的供求矛盾可能大幅减弱。目前原油期货价格仍然贴水严重，期货市场一定程度上定价了远期供给的改善。

4月第2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铜的拥挤度维持在前期水平，处在67%分位的较高位置，市场【中性偏乐观】的态度没有变化。农产品指数的风险溢价下降至25%分位，目前估值【偏贵】。美债实际利率维持前期水平，4月第1周黄金价格小幅反弹0.54%，收于1744.20美元/盎司。

4. 汇率：美债长端下行带动美元调整

美国新冠新增确诊人数延续上周的上升势头，4月8日单日新增确诊人数两个周内首次突破8万。欧洲新冠疫情边际有所改善，德国、法国新增人数企稳；意大利确诊人数有所下降。根据美国疾控中心（CDC）的数据，截止4月10日，美国已经接种1.83亿剂疫苗，其中1.17亿人（占总人口的比重为35.3%）已经至少接种1剂，7069万人完成接种（占比21.3%）。每日接种人数基本维持在300万人以上，英国、法国和德国等欧洲国家的疫苗速度有小幅提速。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2周收于92.18。

4月第2周，人民币币值小幅升值。中美短期利差继续下降但仍在较高水平（90%分位以上），隐含汇率与实际汇率的价差有所上升，目前处在中性偏高位置（68%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】。**金融市场资金面小幅利空**，根据EPFR数据，4月第2周，资金继续小幅净流出中国权益市场（包括H股和A股）和债券市场，北向小幅净流出53.26，短期内人民币预计维持震荡甚至偏弱的走势。

5. 海外：价值股估值提升的空间进一步缩小

4月第2周，美国公布3月PPI数据创十年新高，随着疫苗的接种加速，制造业报复性恢复，但是病毒的变异加快了传播以及疫苗的安全性导致多地开始暂停注射强生疫苗给短期美国经济复苏的可持续性带来了不确定。美债利率回落至1.67%，我们预期美债利率尚未达到绝对高点，但已经进入高位区间并经历了斜率最大阶段，后续上升空间大约20-30bp。**预计本轮名义利率的高点在1.9%-2.1%左右。（详见《美债的几个关键位置》）**

美国财政部TGA账户底余额4月7日降至9550亿美金，向市场投放了大量流动性，缓解了财政刺激下美债发行的压力，压低了国债利率。美联储3月FOMC再一次强调了短期内维持超宽松货币政策的立场。4月第2周，美债10Y利率下降至1.67%。美债10年-2年的期限价差与上期基本持平，处在56%分位。美债10Y实际利率也与上期持平（-0.64%），随着复苏斜率明显走强，未来还有一定上升空间。通胀预期继续在高位震荡，10年盈亏平衡通胀预期为2.31%，剔除长期趋势，当前通胀预期已经处于历史极高位置。

美股估值进一步上升，目前美股整体估值处于历史高位。随着美债利率继续上升，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1.38和1.36个标准差），纳斯达克的风险溢价也处在18%分位的较低位置（见图3）。美元的流动性溢价进一步下降至20%分位左右，流动性环境宽松。本轮价值股反弹，主要是估值上升较快带来的，年初至今道琼斯指数上涨了近12%，其中9%是由估值提升带来的。目前估值进一步上升的空间有限。

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_19088

