

# 风险定价-核心资产为什么反弹？

证券研究报告

2021年04月27日

## 4月第5周资产配置报告

4月第4周各类资产表现：

4月第4周，美股指数多数小幅下跌。Wind全A上涨2.66%，成交额3.9万亿，量能有小幅提升。一级行业中，医药、电新和食品饮料涨幅靠前；建筑、地产和商贸零售表现靠后。信用债指数上涨0.18%，国债指数大涨0.24%。

4月第5周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内外流动性宽松主导核心资产反弹

债券——五月资金面可能面临收紧

商品——有色金属有望二次冲高

汇率——美元继续回落，人民币双向波动

海外——美股估值历史高位，加税是市场的灰犀牛

**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：4月资产配置报告》

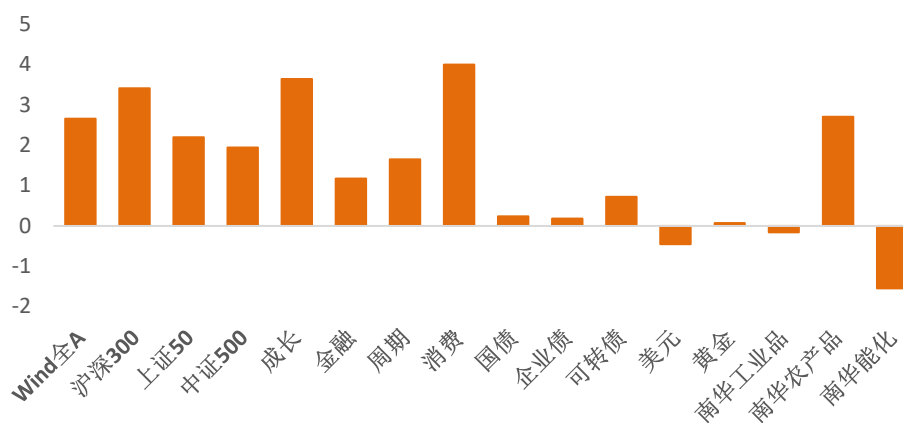
2021-04-22

2 《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

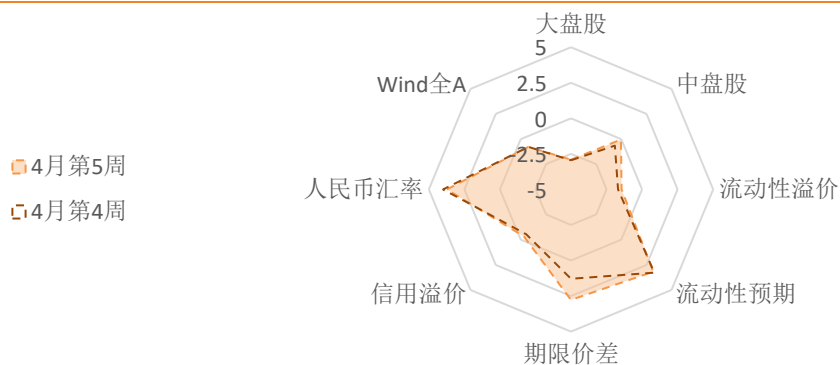
3 《宏观报告：宏观-一季度经济数据的九点感受》 2021-04-17

图 1: 4 月第 4 周各类资产收益率(%)



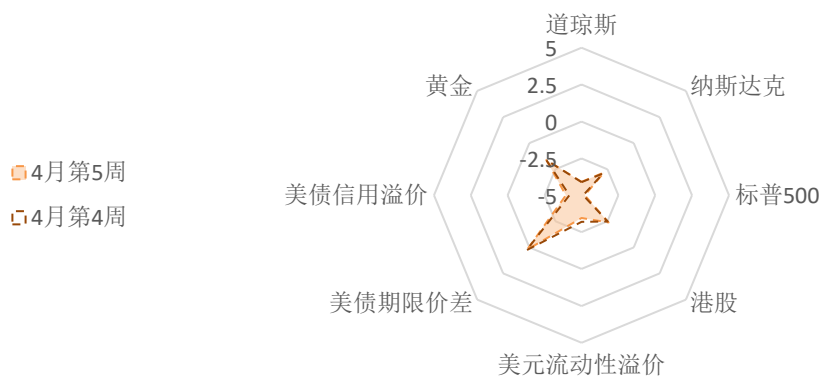
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 4 月第 5 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 5 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：内外流动性宽松主导核心资产反弹

业绩披露密集期进入尾声，已经披露的公司大多业绩向好。基金一季报显示公募基金并未大幅减持“核心资产”，配置风格上更加均衡。美债利率从前期高点回落，带动美元指数走弱，人民币币值有所回升，4月第3周和第4周北向资金大幅净流入，支撑了“核心资产”的反弹。

4月第4周，周期、成长、消费和金融分别上涨1.65%、3.65%、4.00%和1.18%。市场情绪有所回暖叠加流动性环境较为宽松，高估值和大市值板块反弹明显。大盘股（上证50和沪深300）分别上涨了2.20%和3.41%，中盘股（中证500）上涨了1.94%（见图1）。

4月第4周，A股风险溢价与前期持平。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】。成长和周期估值【较便宜】，消费和金融的估值【中性略便宜】。

4月第4周，南向资金净流入240.25亿港元，大陆资金对港股的配置速度明显加快。恒生指数的风险溢价维持在26%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4周，权益市场短期情绪指数继续回升，处于【较悲观】水平（25%分位）。上证50和沪深300的短期拥挤度回升至28%和34%分位，中证500的拥挤度回升至中位数附近。消费和成长的拥挤度回升较快，金融和周期的拥挤度小幅回升。中证500期货的基差开始高位下降，上证50和沪深300期货的基差继续从低位回升。

## 2. 债券：五月资金面可能面临收紧

4月第4周，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。逆回购成交量较前两周有明显上升，市场杠杆偏好重新上升。近期的信用事件影响没有进一步发酵。进入五月税期叠加政府债券发行压力加大，流动性需求将有所回升。如果央行维持当前公开市场操作风格，流动性可能面临边际收紧。短期内债券将面对通胀超调、债券供给和资金面配合等因素，波动率有加大的风险。（详见《四月不紧，五月不松》）

4月第4周，流动性溢价与上周基本持平，处在36%分位，流动性环境维持在较宽松的区间。但市场对中长期的流动性预期仍然偏紧（81%分位）。短端利率继续回落，但长端没有继续跟随，期限利差已经上升至78%分位。目前来看，短端风险开始累积，长端风险有限。4月第4周，信用溢价与前期基本持平（48%分位），信用回落将进入斜率较大阶段，信用溢价将逐渐上行。

4月第4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70%和57%分位，可转债的短期拥挤度回升至中位数上方（52%分位）。

## 3. 商品：有色金属有望二次冲高

4月第4周，主要工业行业开工率涨跌互现。唐山钢厂产能利用率继续触底回升，环比上涨2.2%至61.1%；焦炉生产率、半钢胎开工率和PTA开工率环比回落。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3.6%、3.3%；焦煤、焦炭指数环比上涨0.3%、2.0%；铜、铝环比上涨1.3%、2.0%，锌环比下跌2.3%；化工产品价格指数环比下跌0.4%；建筑业进入施工旺季，水泥价格环比上涨0.8%，近期涨幅高于季节性。

4月第4周，布油价格回调0.97%至66.12美元/桶。EIA数据显示4月16日当周美国原油库存有所回升，美国炼油厂投入下降，美油产量基本与前期持平，供给增加停滞。布油近月合约升水下降；近月合约与远月合约的贴水小幅回升，衍生品市场仍然看多远期原油供给、看跌远期原油价格。

4月第4周，能化品指数的风险溢价下降到28%分位左右，处在【较贵】区间。工业品

指数的风险溢价仍然处在历史极低水平。铜价已经接近前高，但是短期供求错配难解，美债利率和美元指数回落后大宗商品的金融属性回升，有色金属有望二次冲高。Comex 铜的拥挤度回升至 67%分位，市场情绪保持在【中性偏乐观】区间内。农产品指数的风险溢价下降至 11%分位，目前估值【贵】。美债实际利率与前期持平，黄金价格与上周基本持平，收于 1777 美元/盎司。

#### 4. 汇率：美元继续回落，人民币双向波动

美国新冠疫情较前期有所改善，欧洲新冠疫情进一步改善。除英国外，欧洲与美国的疫苗接种差距较大。4 月第 4 周，美债利率在 1.56-1.61%区间震荡，美元指数继续回落，收于 90.8。美债期货持仓拥挤度与前期基本持平，仍然维持在历史低位（9%分位），看空情绪较强烈。

4 月第 4 周，随着美元的走弱，人民币（在岸）升值 0.41%至 6.50。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回落至中性水平，人民币长期水平偏低估。人民币的短期交易拥挤度维持在较低位置（13%分位），多头情绪保持【悲观】。

金融市场资金面对人民币影响中性，海外资金流入与流出中国债券和权益市场的资金基本持平，北向大幅净流入 210.24 亿，4 月 19 日净流入资金量创下年内新高，海外资金看涨情绪较强。

#### 5. 海外：美股估值历史高位，加税是市场的灰犀牛

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（都低于中位数 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 15%分位左右，流动性环境宽松。拜登的加税法案对股市不利，提高资本利得税将打击富人通过参与股市实现财富增值的意愿，提高公司税将影响上市公司的盈利预期。目前加税法案尚未被国会通过，可能是美股的灰犀牛。

美债方面，长端利率基本上与前期持平，美债期货非商品持仓拥挤度进一步下降。美债 10 年-2 年的期限价差与上期基本持平，处在 52%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》）

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\\_19364](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19364)

