新时代证券 New Times Securities

新时代证券-研究所晨报（20210413）

● 总量研究

策略研究：是否还有二次调整？

近期的基金发行降温将会持续一个季度左右，这是股市二季度的某个时候可能出现二次调整的内在原因。基于对 2021 年盈利非常乐观的判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候也许会出现二次调整，但幅度可控。早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。短期来看，市场目前依然处在技术性反弹的过程中。

二次调整的内在原因：基金发行降温，增量资金逻辑至少在季度内难以恢复。可能的触发因素一：基数效应带来的社融或经济拐点。可能的触发因素二：利率以及货币政策的紧缩预期。

宏观研究：通胀风险溢价之谜

将资产价格和宏观经济联系起来，一直是个很大的挑战，基于消费的资本资产定价模型（CCAPM）为我们提供了一个有力的工具。但是用 CCAPM 来解释债券收益率，存在着通胀风险溢价之谜：第一，模型暗含的通胀风险溢价正负值是个谜；第二，模型依赖过高的通胀风险溢价。

要解释通胀风险溢价之谜，需要引入新的因子。潜在的新因子包括时间偏好、消费习惯、劳动力市场摩擦、工资粘性、罕见灾难、再评估风险等等。但是这些因子都不是很完美。相对而言，金融中介因子的解释能力可能更强一些。将居民和金融中介的行为结合起来，便可以合理地解释通胀风险溢价的波动。

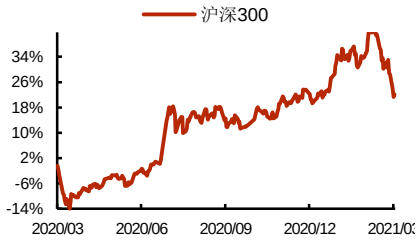
中国通胀预期、通胀波动对债券收益率波动的贡献弱于美国，中国债券收益率主要是受货币政策影响。随着中国金融市场的发展、利率的不断市场化，通胀预期及通胀波动对中国债券收益率的影响也会增强。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	1.62%	国防军工	-5.11%
钢铁	1.56%	电子	-4.07%
交通运输	0.3%	机械设备	-3.44%
建筑装饰	-0.55%	化工	-3.23%
纺织服装	-1.05%	电气设备	-3.0%

相关报告

《是否还有二次调整？》2021-04-11

《通胀风险溢价之谜》2021-04-11

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：是否还有二次调整？ 3
1.2、宏观研究：通胀风险溢价之谜 3

1、 总量研究

1.1、 策略研究：是否还有二次调整？

近期的基金发行降温将会持续一个季度左右，这是股市二季度的某个时候可能出现二次调整的内在原因。基于对 2021 年盈利非常乐观的判断我们认为 4 月底-5 月的某个时候也许会出现二次调整，但幅度可控。早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。短期来看，市场目前依然处在技术性反弹的过程中。

（1）二次调整的内在原因：基金发行降温，增量资金逻辑至少在季度内难以恢复。由于市场的波动，2019 年以来，新成立基金份额出现过多次快速下行，分别出现在 2019 年 Q4、2020 年 Q2、2020 年 Q3 和 2021 年 3 月至今。由于这一次基金重仓股调整幅度相对更大，基金发行降温的速度也是历次中最快的，已经超过疫情后股市基金发行降温的速度了。

按照历史经验，假设居民入市大趋势没有明显改变，那么这一次基金发行降温将会持续一个季度左右，所以二季度大概率股市难以迎来增量金，市场的波动主要由存量资金的仓位调整。我们认为，这将会是股市二季度的某个时候出现二次调整的内在重要原因。但是二次调整的幅度有时候会有很大的差异，2019 年 Q4 的二次调整比前期低点略低一点，2020 年 Q4 的二次调整没有创新低，2020 年 Q2 的二次调整更小，只表现为上涨途中的回撤。基于对 2021 年盈利、流动性的综合判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候可能会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。

（2）可能的触发因素一：基数效应带来的社融或经济拐点。由于基数效应的影响 2021 年 Q1 各行业同比数据可能都会非常高，但是 Q2 开始，基数可能会导致增速看起来不那么亮眼。短期来看，即将公布的 3 月社融数据，从同比上来看，可能很难太好，因为 2020 年 3 月 5.18 万亿基数较高。

如果剔除基数的影响，我们认为 2021 年经济改善的趋势远没有结束，同比改善速度的下降，不足以形成较大的影响，这一因素带来的冲击，一旦出现，将会是反向做多的好时机。

（2）可能的触发因素二：利率以及货币政策的紧缩预期。2 月国内短期利率和美国的长期利率有过持续的扰动，但 3 月之后，投资者对国内利率预期非常稳定，长期和短期利率有小幅的下行。战略上，我们认为现在的利率水平依然很低，因为大部分利率只是回到了 2019 年的水平，并不是很高，而且从金融机构人民币贷款加权平均利率来看，企业融资成本尚未明显抬升。所以目前的利率水平依然健康。

战术上，需要重点观察 4 月下旬中央政治局会议，观察 2021 年货币政策的基调是否会调整。如果出现较为紧缩的信号，不排除带来市场的二次调整。

（4）短期策略：4 月技术性反弹，月底-5 月存在二次调整的可能，空间不大。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

1.2、 宏观研究：通胀风险溢价之谜

可以从三层逻辑来理解拜登政府的财政政策，这三层逻辑层层递进，别是：短期来看财政政策刺激经济，中期来看征税未必严重抑制经济，长期来看拜登经济学提升潜在经济增速。

将资产价格和宏观经济联系起来，一直是个很大的挑战，基于消费的资本资产定价模型（CCAPM）为我们提供了一个有力的工具。但是用 CCAPM 来解释债券收益率，存在着通胀风险溢价之谜：第一，模型暗含的通胀风险溢价正负值是个谜；第二，模型依赖过高的通胀风险溢价。

要解释通胀风险溢价之谜，需要引入新的因子。潜在的新因子包括时间偏好、消费习惯、劳动力市场摩擦、工资粘性、罕见灾难、再评估风险等等但是这些因子都不是很完美。相对而言，金融中介因子的解释能力可能更强一些。V 代表金融中介的资产边际效用。货币政策会影响金融中介的流动性风险、期限错配风险及其他风险，进而导致金融中介持有资产边际效用的化。这不依赖于冲击的类型。当通胀上升，存在货币政策收紧的风险，金融中介持有资产的边际效用上升，但是通胀会导致债券价格下降，此时债券金融机构而言是风险资产，需要正的通胀风险溢价，$\beta Cov(V,\pi)$为正，即使$-\alpha Cov(\triangle C,\pi)$为负，仍能产生正的通胀风险溢价。当通胀下降，债券价格上升，由于货币政策宽松，金融中介持有资产的边际效用下降，此时金融机构依然对债券索取正的通胀风险溢价。

将居民和金融中介的行为结合起来，便可以合理地解释通胀风险溢价的波动。不管是正的还是负的供给冲击发生时，$-\alpha Cov(\triangle C,\pi)$与$\beta Cov(V,\pi)$都为正，整体通胀风险溢价也为正。负的需求冲击导致经济衰退时，$-\alpha Cov(\triangle C\pi)$为负，且起主导作用，通胀风险溢价可能为负。随着需求改善，$-\alpha Cov(\triangle C,\pi)$逐渐缩小，$\beta Cov(V,\pi)$逐渐上升，负的通胀风险溢价逐渐向 0 回归。如果经济进入繁荣、过热阶段，通胀风险溢价会转为正的。

对当前的 10 年期美债收益率进行分解可知，美国未来 10 年平均短期实力利率为 0，通胀预期为 2%，实际期限溢价为-0.16%、通胀风险溢价为 0.06，通胀风险溢价是在 3 月转为正值的。2020 年 8 月，10 年期美债利率从底部开始反弹，至 2021 年 3 月底上升了约 130 个基点，其中实际利率上升了 65 个基点，贡献率最大，为 50%；通胀预期上升了 40 个基点，贡献率为 30%；通胀风险溢价上升了 25 个基点，贡献也不小，贡献率为 20%。

中国和美国不同。虽然中国的通胀预期、通胀波动，特别是 PPI 增速，经常高于美国，但是它们对债券收益率的影响弱于美国。中国金融市场还有待完善，居民不经常根据通胀预期进行消费、储蓄，民企融资受限、国企存在预算软约束，它们也都很难根据通胀预期进行融资。最终，中国通胀预期、通胀波动对债券收益率波动的贡献弱于美国，中国债券收益率主要是受货币政策影响。随着中国金融市场的发展、利率的不断市场化，通胀预期及通胀波动对中国债券收益率的影响也会增强。

风险提示：模型存在误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁爽销售总监**
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	**阎喜蒙销售副总监**
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	**丁培培销售经理**
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/