

20250420 混沌的尾声与基本面的重建——大类市场及美股美债下周前瞻

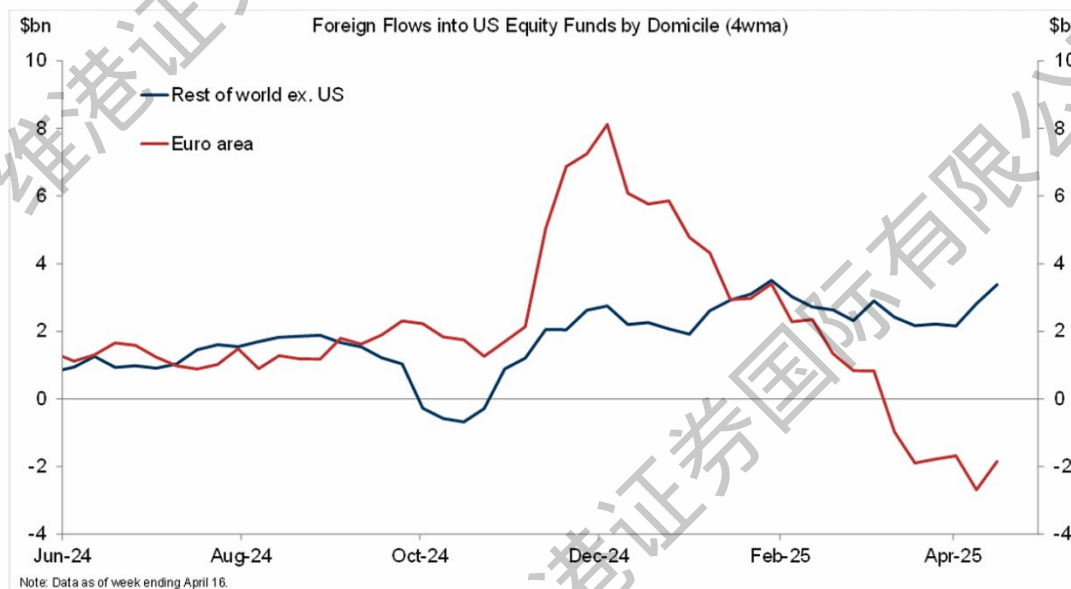
摘要: 国内分子分母政策万众瞩目, 但落地后看点可能仍较为有限; 反而海外分子信息可能是更重要的观测项。持续半个月的大类资产联动定价美国总量经济亮红灯阶段基本结束, 红灯降为黄灯, 后续风险是美股跌盈利分子, 而非金融危机。

4月底ZZJ会议的预期已较为饱满, 银行注资特别国债也即将开始发行。从历史经验上看4月底会议结束后5-6月是中国宏观小月, 相比较而言, 下周的宏观关注点更应该是美欧4月PMI的公布, 微观关注点则是A股一季报与对应的企业电话会指引, 与美股业绩季指引展望。

过去半个月的市场反馈不像是宏观交易, 而像是交易者世界观受挑战后的应激反应。随着美方行政团队更多细节逐渐公布, 战争迷雾被解锁后市场更可能从“**无序邪恶**”定价转向“**守序邪恶**”定价。

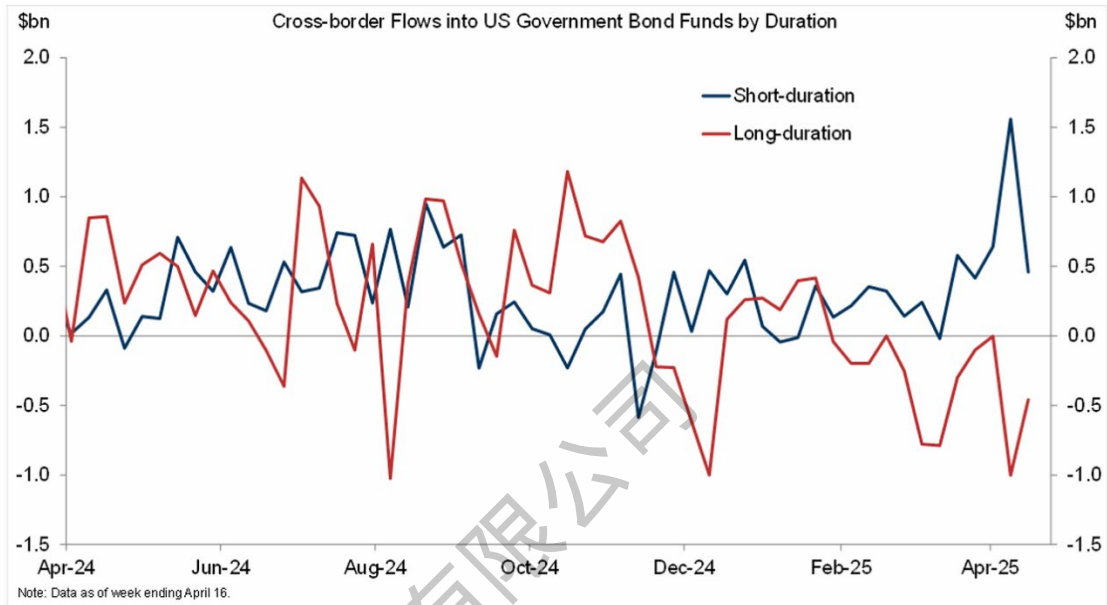
1. 这个周末是4月以来微信群最安静的一个周末, 大家只有吃瓜(无论是某地判决、还是机器人大赛、或是北理工师生问题), 完全没人讨论行情。原因之一是目前处于美国复活节假日, 海外安安静静; 原因之二则是上周末吵架两天消费电子的朋友们心累不想参与了。从基本面基线而言这是天大的好消息, 因为短效目快速证伪的信息熵增阶段结束能够让市场逐渐回到基本面上来, 对买方卖方都是一种解脱。

2. 目前主要是欧元区投资者在抛售美股; 其他地区仍稳步买入美国资产 (来源 = EPFR, 高盛 GIR)



2. 随着更多的信息浮出水面, 上周末复盘里的观察应该能够逐渐提高置信度: 以贝森特和卢特尼克为代表的建制派逐渐占上风, 对等关税开始从不计代价的肆意妄为回到有谈判余地的经济问题上来。

因此宏观维度我认为 BofA 观点非常值得参考: 5月下旬前, 关税战最激烈的信息冲击阶段结束; 随着5月马斯克卸任DOGE, 对联邦裁员带来的就业负面预期冲击最强阶段也结束。4月9日引起市场恐慌的2025财年预算大幅增赤计划也将进入具体分项测算阶段: 4万亿以上的减税计划究竟如何在居民部门中分配, 而减税预期是否能够起到内需预期修复的对冲作用? 因此我倾向于认为这是从混乱邪恶回归守序邪恶的大方向信号, US 不再继续自杀。



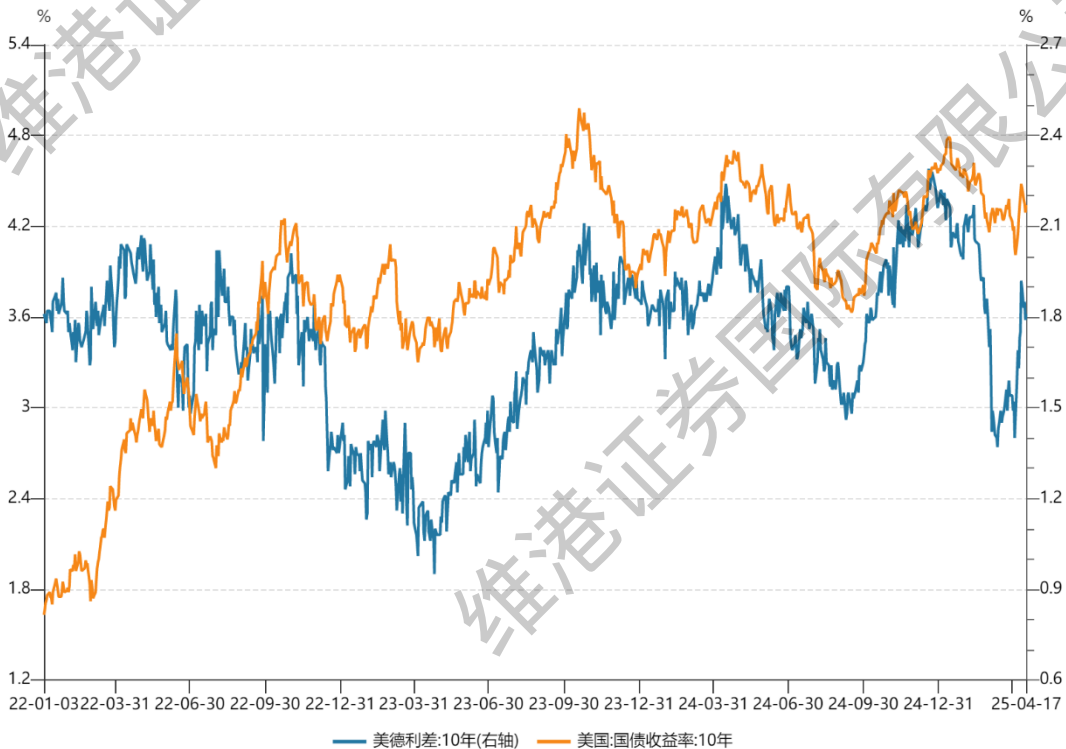
3. 从事实维度出发，美元黄昏叙事目前仍是叙事而非事实。美德利差的剧烈反转是美国资产抛售的主要原因，随着美债利率大幅反弹上行，这个驱动力也在减弱。高盛统计数据 displays 美债投资者并非全面离场，而是卖出美国长债而买入短债，这种久期管理绝非全面看空 US 的表现。参考 GMF 统计数据，美债的重要抛盘是美国本土非银，而非他国央行(日方已正式辟谣)；这也非常符合东大的经验，即长债踩踏阶段，短债具有相对优势。



4. 综上，美国资产抛售短期缺乏进一步催化，我认为上周末我拍的美债 10Y 和原油价格从背离走向回归基本成立。过去几天里美债利率下行修复、原油价格反弹修复符合软着陆的基本面定向，**假设美债 10Y 能够维持在 4.1-4.3 区间震荡，那么标普 500 在 24 年 8 月的支撑区间应认为有效**，即美国分子无论被何种死猫跳影响，仍处于去年三季度确定的软着陆方向上；鲍威尔并非下调降息空间而是延迟降息奖励，中期宽分母对美国资产仍构成支撑作用。全球金融危机的概率已经大幅下降，我们继续回到了全球降息，经济软着陆的长基线里，美国资产新兴市场化的共振下跌趋缓，美股当期风险更多是跌盈利的分子下行而非继续全面走价美元黄昏。



5. 下一个压力测试区间，集中在下周的欧美 PMI 数据和标普权重们月底的业绩指引、A 股制造业企业们的一季度业绩及盈利指引。由于高频数据上已经能观测到中国出口集装箱发运走弱，欧洲制造业 PMI 这个过去三个月引领全球 PMI 上行的驱动力可能减弱，重申由于美德利差波动已非常极端，因此假设欧洲 PMI 短期相对更弱，需关注这是否意味着美元被动走强，继续带来黄金倒车接人机会，美债利率继续下行修复机会。在此之后，分析师们对美股盈利预期的下调将正式落地，同样 20X 估值的 META 和企鹅，大家如何选择？五一假期之前的业绩交流大概就有答案。

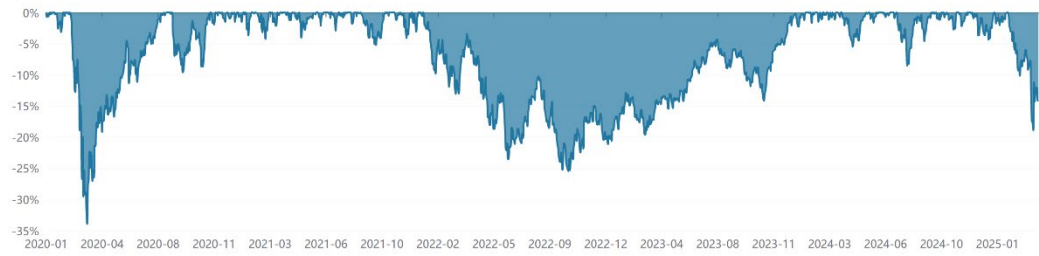


数据来源：Wind

标普500 SPX.GI 5282.70 +0.13% 动态回撤

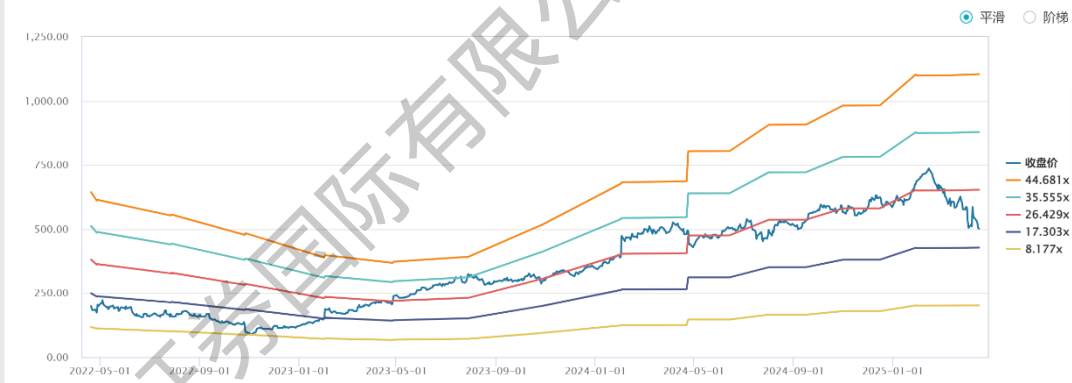
区间最大回撤

查看数据



时间范围 3Y 5Y 10Y 指标 PE 财务匹配规则 TTM 行情周期 日 价格类型 前复权 PE设置 默认值

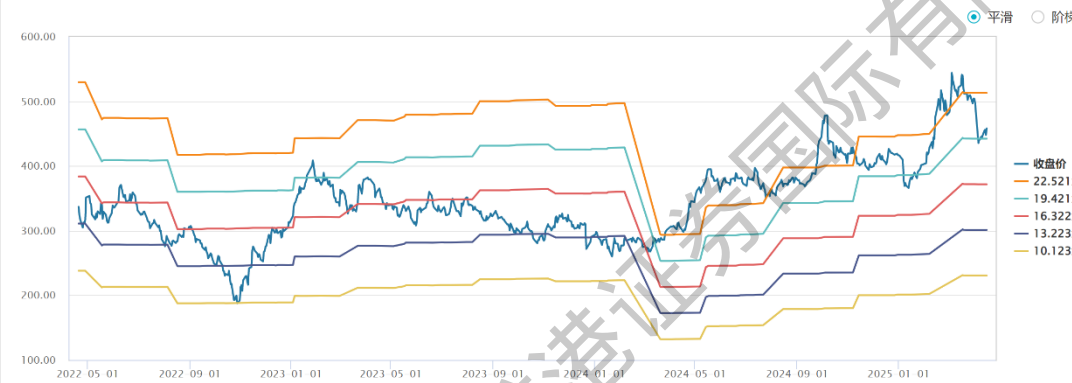
脸书(META PLATFORMS) META.O > 501.48 -0.17% PE/PB-Band



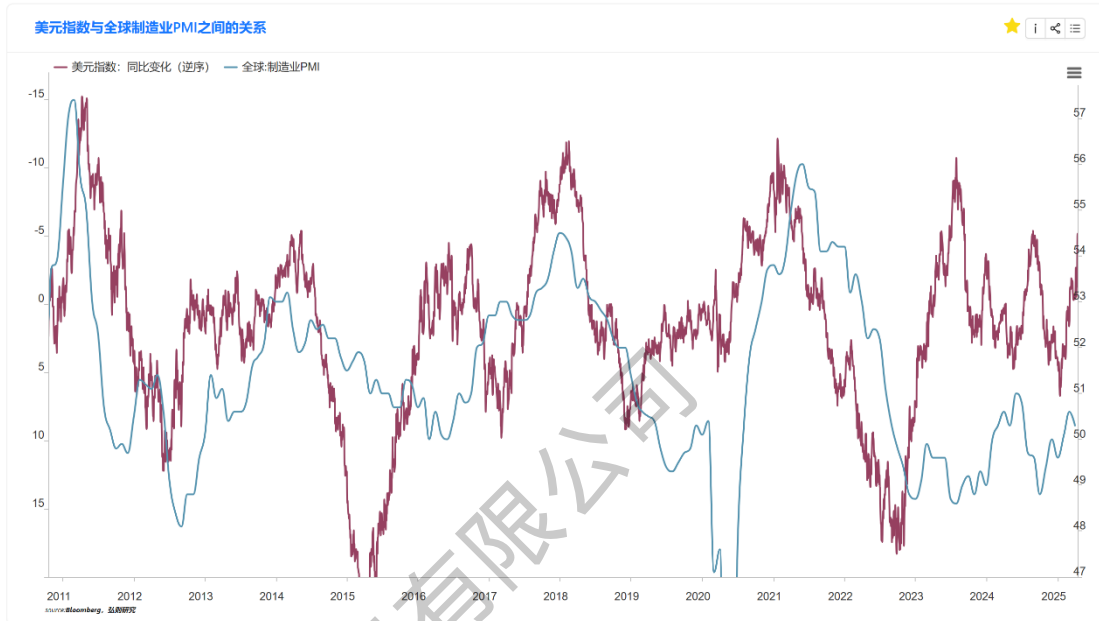
日期	收盘价	EPS	44.681x	35.555x	26.429x	17.303x	8.177x	PE
2025-04-17	501.480	24.702	1,103.728	878.294	652.860	427.426	201.992	20.301

时间范围 3Y 5Y 10Y 指标 PE 财务匹配规则 TTM 行情周期 日 价格类型 前复权 PE设置 默认值

腾讯控股 0700.HK > 458.000 +2.23% PE/PB-Band



日期	收盘价	EPS	22.521x	19.421x	16.322x	13.223x	10.123x	PE
2025-04-17	458.000	22.771	512.832	442.241	371.673	301.105	230.514	20.113



6. 最后一条信息，给国内宏观。从历史经验来看，每年4月底ZZJ预期都已非常饱满，市场给出多种政策预期的叠罗汉，但通稿落地后，5-6月却往往是弱宏观的月份，投资者们无法继续获取新增的国内政策信息辅助预期交易。虽然BBG称明日LPR下调，但我仍维持暂不降息的判断，等待降准欠账补齐。在这段时间到7月ZZJ之前的漫长空窗期里，中债+红利(尤其港股消费红利如方便面冰红茶矿泉水)可能仍是反脆弱配置思路核心。在政策边际变化上，出口退税、服务消费补贴(如机票酒店消费券)的确定性优先于地产，但建议将其作为哑铃右侧—中证2000类题材思路，而非基本面思路。就像去年家电以旧换新后做真有业绩的白色家电股，确实不是个好选择。

维港证券国际有限公司