

宏观周报 20220402

二季度资产配置三条主线

2022年04月02日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差?》

2022-04-01

《奥秘克戎对 3 月 PMI 的冲击到底有多大?》

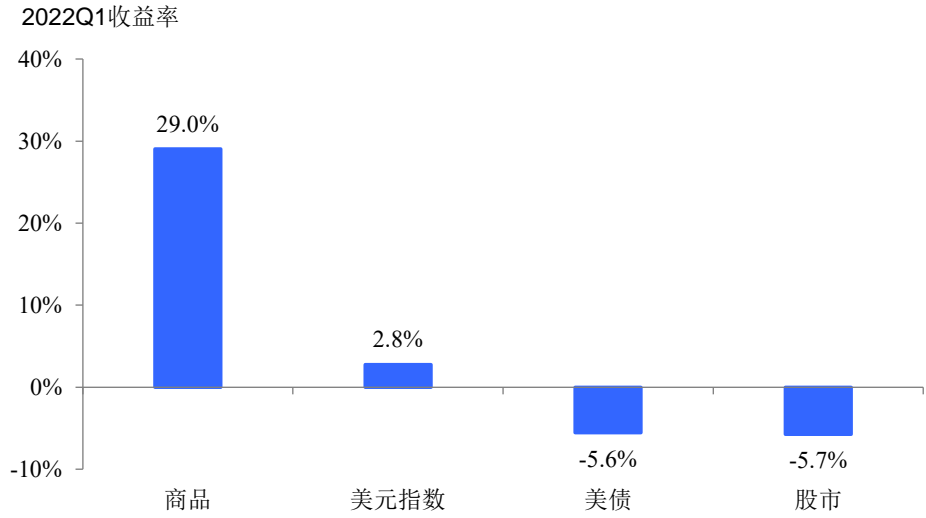
2022-03-31

《ESG 系列研究: GPF 剔除李宁——海外养老金频繁撤资的领域有哪三个?》

2022-03-28

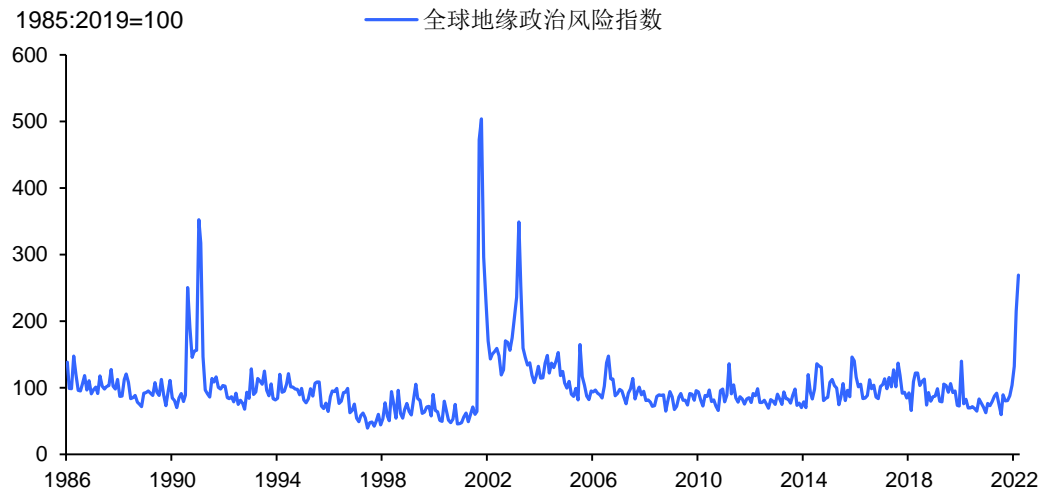
- 2022 年一季度资产价格的剧烈波动,以致市场对于二季度资产的表现尚未形成一致性预期。而市场的困惑在于还没有完全消化一季度资产表现的预期差,比如年初市场对于主要资产价格的一致性预期是美股、A 股、大宗商品温和上涨、美债利率小幅回升、美元横盘,一季度实际的结果却是全球股市普跌、大宗商品暴涨、美债利率飙升,美元走强(图 1)。
- 在我们看来,这种波动背后的预期差主要来自于地缘政治风险、美国通胀、以及中国稳增长的不确定性。比如在 2022 年初,市场预期俄乌危机下的地缘政治风险可控,但 3 月全球的地缘政治风险创下 2003 年伊拉克战争以来新高(图 2);市场预期美联储 2022 年的加息幅度仅为 70bp,但第一季度末则高达 220bp;市场预期中国会在一季度大力稳增长,但实际的力度远未能对冲楼市疲软和新一轮疫情的冲击。
- 展望二季度,上述三大不确定性又将对资产价格产生怎样的影响呢?我们认为从基本面和政策面的传导看,存在如下三条相对确定的主线:
 - 一是美欧经济的分化加剧,此情景下美元很能继续保持强势,大宗商品回调的空间有限。俄乌战争虽然加剧了能源危机,但与 20 世纪 70 年代不同,这场能源危机的中心是欧洲而不是美国,加上当前美国是全球主要的原油和天然气生产国,因此欧洲经济面临的滞胀风险要远远大于美国。这也就意味着美元很可能继续受益于美欧经济的分化,而强美元也将支撑美国大宗商品的进口需求,从而延缓大宗商品涨价对美国需求的需求破坏。
 - 二是长端美债利率的阶段性见顶,美股的成长板块有望受益。虽然一季度美债利率飙升,但我们此前的报告就指出 2.5%附近是 10 年期美债利率的阶段性高点,理由是市场对美联储年内加息 220bp 的加息预期已经打得足够满。而参照 1994 年美联储激进加息的经验,除非美联储在 5 月和 6 月两次 50bp 加息后更加激进地加息,否则 10 年期美债利率很难进一步飙升(图 5)。而随着长端利率的见顶和收益率曲线的继续趋平,美股的成长股有望再次跑赢价值股。
 - 三是中国经济的二次探底,看多稳增长板块。2022 年一季度稳增长的不及预期导致国内的金融条件持续收紧(图 6),这种收紧向实体经济的传导无疑将加剧二季度经济的下行压力,尤其是叠加了新一轮疫情的冲击。当务之急显然是政策再度聚焦稳增长,但这很可能要等到这轮疫情得到有效控制之后,并且还有可能受到 5 至 6 月 17 个省级领导层换届的影响。因此,即便 4 月政治局会议出台更多刺激措施,但稳增长逻辑的兑现可能要等到地方换届完成后的三季度,在此期间,宽松预期的发酵仍将利好稳增长板块。
- 在上述三条主线之外,中美潜在的地缘政治风险也可能对二季度的市场带来扰动。由于美国参议院已经批准了针对中国的《美国竞争法》,该法案的立法工作有望在 6 月完成。虽然我们并不预期中美地缘政治风险出现重大升级,但美国利用该法案加大对华企业制裁的风险仍值得警惕。
- 风险提示: 疫情扩散超预期,政策对冲经济下行力度不及预期

图1: 2022年第一季度大类资产表现



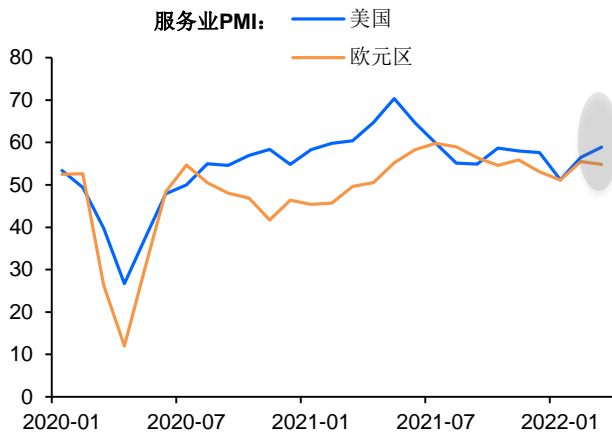
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 2022年3月全球地缘政治风险的升级创下2003年以来新高



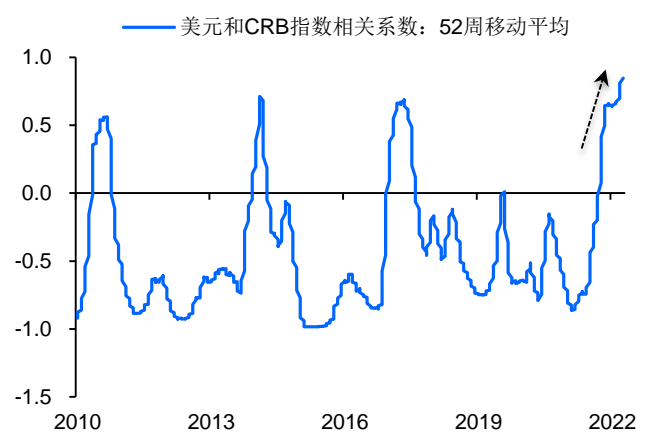
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 俄乌战争爆发后美国和欧元区经济复苏出现分化



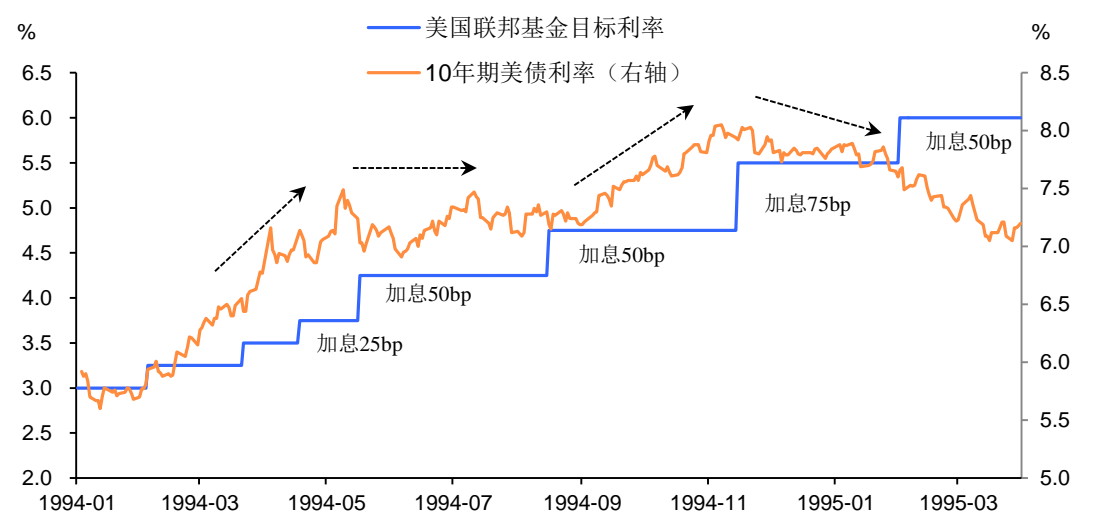
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2022年以来美元走强无碍大宗商品价格上涨



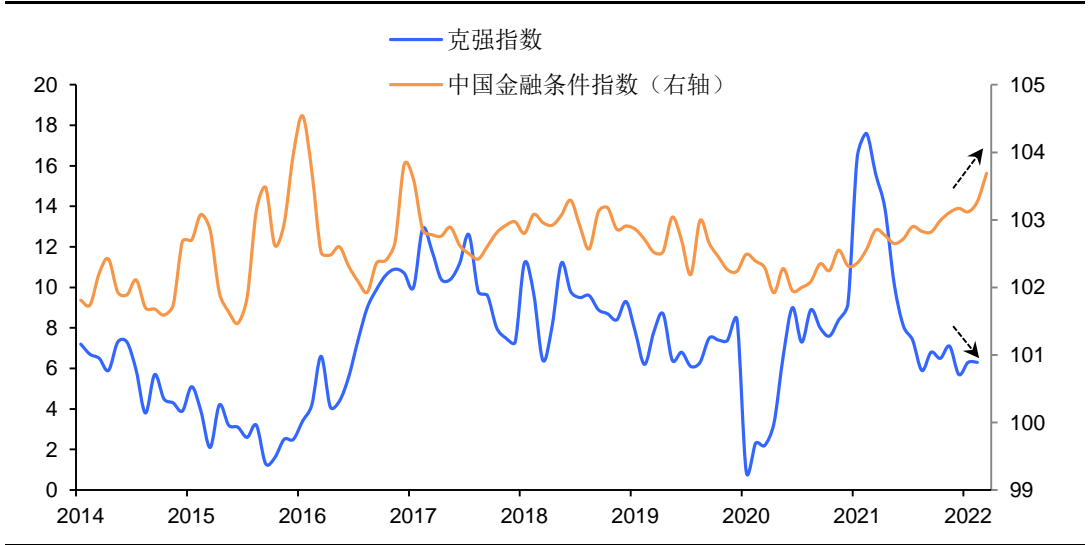
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 1994年当美联储加息从50bp转向75bp时, 美债利率才出现二次飙升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 2022年一季度政策未能有效对冲经济下行导致金融条件持续收紧



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 2022年尚有17个省(直辖市、自治区)尚未完成省委换届

省委换届状态	省份(直辖市、自治区)
已换届(14个)	安徽, 河南, 山西, 新疆, 湖南, 江苏, 河北, 广西, 福建, 云南, 内蒙古, 西藏, 江西, 辽宁
未换届(17个)	甘肃, 山东, 青海, 广东, 四川, 北京, 重庆, 上海, 天津, 宁夏, 吉林, 浙江, 湖北, 海南, 贵州, 陕西, 黑龙江

数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

