

风险定价-疫情和联储虽负面但已定价， 市场情绪继续修复

证券研究报告

2022年04月06日

4月第2周资产配置报告

4月第1周各类资产表现：

4月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨了1.25%，成交额4.6万亿元，成交额小幅回落。一级行业中，房地产、建材和消费者服务表现靠前；国防军工、通信和电子等表现靠后。信用债指数上涨0.19%，国债指数上涨0.18%。

4月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫情和联储虽负面但已定价，市场情绪继续修复，2季度定价重心回归基本面

债券——市场对2季度降息保持观望

商品——美国超纪录释放SPR打压油价，但难以解决结构性短缺问题

汇率——避险情绪再次降温，美元指数高位震荡

海外——美债2*10一周内两次倒挂，衰退预期提前，美股赔率回到低位，二次回踩风险增加

风险提示：Omicron 致死率超预期；出口回落快于预期；货币政策超预期收紧

作者

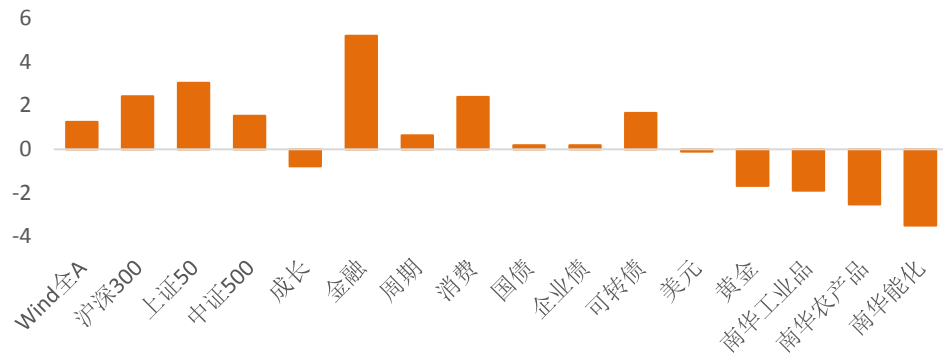
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

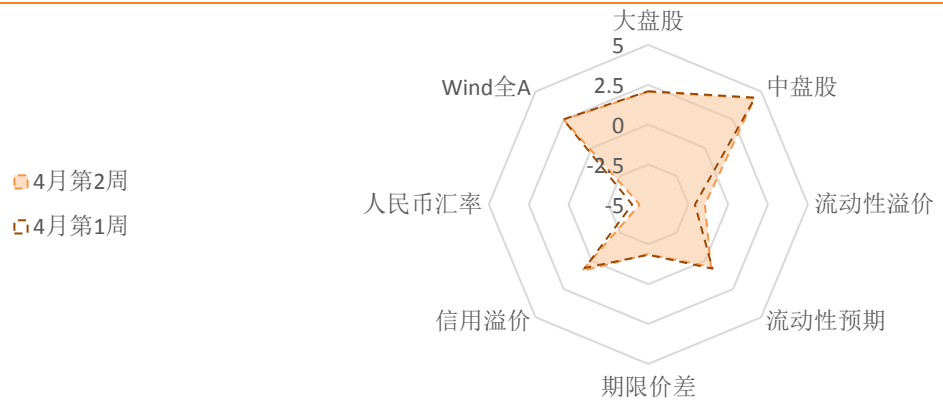
- 1 《宏观报告：美国经济能在加息中“软着陆”吗？-美国经济能在加息中“软着陆”吗？》2022-03-30
- 2 《宏观报告：风险定价-情绪最悲观时候过去，但恢复路径曲折-4月第1周资产配置报告》2022-03-28
- 3 《宏观报告：海外主流ESG投资策略的比较与启示（天风宏观+ESG）》2022-03-28

图 1：4 月第 1 周各类资产收益率(%)



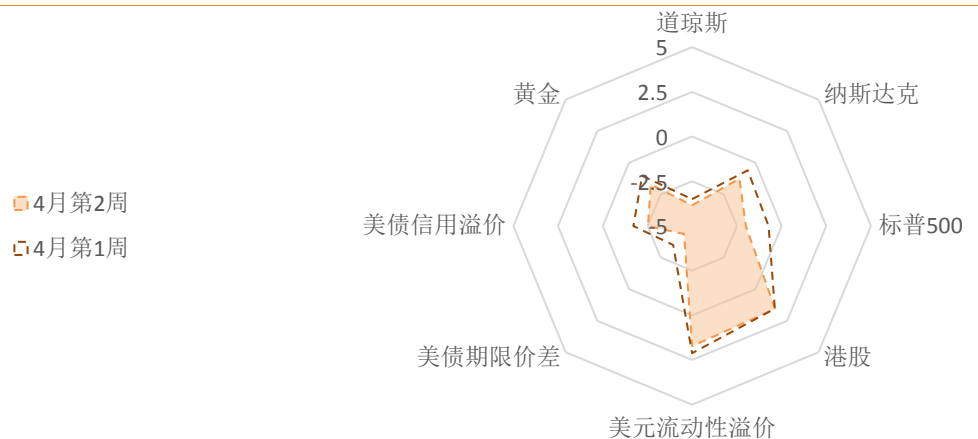
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月第 2 周内国内各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：4 月第 2 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松紧程度的预期。

1. 权益：疫情和联储虽负面但已定价，市场情绪继续修复，2 季度定价重心回归基本面

股票市场是根据一致预期之外的超预期因素边际定价的，虽然联储鹰派态度加码、疫

情快速发展等现实因素阻碍了市场情绪的快速修复，但仍然是前期宏观主线的线性延伸，已经被市场计价，边际影响不大。3月以来，压制市场情绪的新主线是俄乌战争引发的油价飙升和外资流出。3月最后1周，油价在冲高之后再次回落，同时北向也从3月第2周以来的净流出转为大幅净流入（229.02亿），新主线的负面影响边际缓和，情绪逐渐企稳修复。（详见《市场的两条旧主线和一条新主线》）

需要注意的是，金融市场并不具备预测并定价战争走势的能力，因此俄乌战争这条主线还将持续存在并反复影响油价，但除非出现超预期的变化（比如核战争或可能影响到中国的制裁），否则其对市场的影响也较为确定。

3月中旬以来，市场情绪见底之后保持稳定，未来市场的定价重心将回归基本面。随着一季报大幕拉开，A股进入重要的业绩窗口期。Wind数据显示，截至4月3日，共有183家公司披露2022年一季度业绩预告，162家公司预喜，预喜率87%。从板块来看，材料、资本货物、医药、软件、半导体预喜率较高。

Wind全A在连续五周下挫后首次录得涨幅（上涨1.25%）。板块指数多数回暖，金融股表现突出，收涨5.20%；消费股、周期股止跌反弹2.40%、0.64%；成长股继续小幅回调0.78%。大盘股表现略优于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）分别上涨3.04%、2.43%和1.54%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度进一步向极端超卖区间靠近（9%和8%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度迅速回落，来到历史低位（12%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：中证500>上证50>沪深300。以沪深300作为基准的A股情绪指数连续四周大幅回落，目前处于【极度悲观】水平（5%分位），大盘蓝筹的情绪持续降温。

板块指数目前都处在严重超卖的区间段内，4月第1周，周期股和成长股的短期拥挤度均由中低位置（24%分位、21%分位）快速下行至历史低位（14%分位、13%分位）；消费股和金融股的短期拥挤度处在极端超卖的区间内（10%分位、9%分位）。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>成长>消费>金融。

目前一级行业整体交易拥挤度偏低，30个行业交易拥挤度分位数平均值已经下降至23%。一级行业中只有煤炭（90%分位）、地产（63%分位）、建筑（54%分位）三个行业交易拥挤度在中性上方；汽车、电子、家电、食品饮料和消费者服务交易拥挤度排名靠后，目前都处在5%分位以下，超卖幅度较为极端，技术上看，短期盈亏比较高。

Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（见图2）。上证50与沪深300的风险溢价持续回升，估值处于【偏便宜】水平，中证500的估值维持【很便宜】水平，赔率处在历史高点附近。金融估值维持【很便宜】（93%分位），周期估值【很便宜】（87%分位），成长估值【便宜】（77%分位），消费估值【中性偏便宜】（56%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

4月第1周，北向资金周度净流入229.02亿，北向由净流出转为大幅净流入。宁德时代、紫金矿业和隆基股份净流入规模靠前。南向资金净流出39.40亿港元，恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比中性偏高。

2. 债券：市场对2季度降息保持观望

4月第1周，央行公开市场操作净投放4300亿，资金面保持平稳，跨月需求拉动下，流动性溢价较上周小幅上升（35%分位），目前处于【较宽松】水平。中长期流动性预期停留在中性位置（55%分位），反映市场对未来流动性环境的预期中性略偏紧，对短期货币宽松保持观望态度。1M与3M的FR007利率互换价格小幅上升，市场对短期降息预期定价仍在降温，6个月的FR007利率互换相较于上周有所下降，市场或在预期货币政策延迟到三季度放松。

4月第1周，期限价差维持在中低位置（31%分位），久期策略性价比中性偏低。信用溢价小幅回升，目前处于中性略偏高水平（59%分位），高评级信用债估值较便宜（信用

溢价继续回升至 80%分位)，中低评级信用债估值偏贵（信用溢价上行至 39%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4 月第 1 周，债券市场的情绪小幅升温。利率债的短期拥挤度连续下行超一个月后，出现明显回升（26%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度继续小幅下行，超卖幅度较为极端（6%分位）。信用债的短期拥挤度维持在向历史较低位置（17%分位）。

3. 商品：美国超纪录释放 SPR 打压油价，但难以解决结构性短缺问题

能源品：美国宣布在未来 6 个月每天释放 100 万桶的战略石油储备释放计划，创下历史纪录，之前美国政府在去年 11 月和今年 3 月已经宣布过合计释放 8000 万桶战略石油储备。叠加俄在乌基辅附近撤军，原油的供给溢价开始回调。但是 100 万桶 SPR 不太可能弥补俄罗斯原油供给缺口（预计今年 4-12 月每天 300 万桶），也难以解决持续已久的结构性短缺问题。

4 月第 1 周，布伦特油价下跌 10.75%，回落至 105 美元/桶附近。美国原油产能利用率小幅上升，产量较上周增加 10 万桶（1170 万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回落，再创 2014 年以来新低。需要注意的是，当前对俄罗斯的经济制裁尚未实质涉及油气资源，这条线的影响从起初的“几乎不可能”逐渐变成了“等待靴子落地”，高波动、定价体系分裂、布油价格中枢上升将是未来的油价特征。

基本金属：4 月第 1 周，LME 铜全周基本收平，录得 10270 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅上行（65%分位），市场情绪较乐观。有色金属价格多数下跌，沪铝回调 1.80%，沪镍大幅下挫 17.24%。

贵金属：俄乌冲突带来的避险情绪交易再次降温，4 月第 1 周，伦敦现货金价回调 1.68%，收于 1924.78 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下行至 33%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量继续小幅上升，继续刷新去年三月以来的新高。

4 月第 1 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：避险情绪再次降温，美元指数高位震荡

4 月第 1 周，美债实际利率迅速上行 6bp 至 -0.41%，近一个月（3 月 1 日至 4 月 1 日）已累计升高 49bp；美元指数上周下跌 0.24%至 98.57。离岸美元流动性溢价连续四周维持在历史高位，但没有进一步收紧，美国在岸流动性市场相对稳定，信用溢价较上周有明显的回落（25%分位），VIX 指数维持在 20 左右，避险情绪对美元指数的拉动预计告一段落。联储态度继续转鹰，5-6 月的 FOMC 存在超预期收紧的可能。但按照我们的定量测算，美债实际利率空间逐渐缩小，我们的定量模型预测 5 月美元指数的高点可能在 100-105 附近。

4 月第 1 周，美元兑人民币汇率小幅下跌 0.05%至 6.3620。人民币的短期交易拥挤度连续两周迅速回落，由上周的 41%分位下行至 19%分位，看多情绪降温到低位。中美利差继续收窄，人民币性价比下行至历史极低水平（6%分位）。受出口强劲的支撑，目前人民币币值能够保持稳定。根据 EPFR 数据显示，短期资金快速净流出之后，海外资金重新转为净流入中国市场（包括中国香港），金融市场现金流对人民币的中性偏利好。

5. 海外：美债 2*10 一周内两次倒挂，衰退预期提前，美股赔率回到低位，二次回踩风险增加

4 月第 1 周，虽然盈亏平衡的通胀预期从高位开始回落，但加息预期继续高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期从前 1 周的 9 次上升至 10 次以上，5 月加息 50bp 的概率维持在 65%以上，且 5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率上升至 64%。

4 月第 1 周，受加息预期强化的影响，实际利率继续小幅上行 6bp 至 -0.41%，根据我

们的定量模型预测实际利率上半年的高点可能在-0.3%附近；10年期美债名义利率在通胀预期的带动下下行10bp至2.38%；10年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回落至2.79%；美债期限溢价继续下调至6%分位。

与联储紧缩预期加码相矛盾的是，美债市场的衰退预期交易愈加强烈，2Y和10Y美债利率一周内倒挂两次。一直以来2Y-10Y利差被看作是准确预警美国经济衰退的指标之一。但是当前中短期的利率期限结构仍是正向的，3M-3Y利率单调递增，美债整体呈现“倒V”形的期限结构。3Y利率较高的主要原因是中期通胀预期较高，且市场预期联储加息周期可能持续2年以上，因此3Y美债利率现在是期限曲线的高点，并与5Y美债利率倒挂。

3Y-5Y倒挂也反映衰退预期正在提前，“倒V”形的期限结构也将逐渐向完全倒挂的结构转化，衰退也许比市场预期来的更早。我们测算如果今年平均油价升至在100美元/桶，即使页岩油增产，经济增速也将减半至1.5%，并可能在2023年接近衰退。如果油价中枢进一步上升至120美元以上，衰退可能在今年就到来（详见《油价100美元，离衰退有多远？》）

美元流动性溢价稳定在中高位置（67%分位），流动性环境持续偏紧。美国在岸流动性市场相对稳定（流动性溢价处在中性以下），离岸美元流动性溢价维持在历史高位（92%分位），但没有进一步收紧。信用溢价继续回落（25%分位），美国投机级与投资级的信用溢价近三周持续回调（11%分位和39%分位），目前美债信用环境仍然处在宽松区间内。

4月第1周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普500窄幅震荡。三大股指的风险溢价较上周明显回落：标普500和纳斯达克的风险溢价快速降至中低位置（30%分位、37%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价小幅下行（11%分位），估值贵。三大股指的PE_TTM基本与上周持平，债券利率的快速上行是风险溢价下降的主要原因。

去年4月之后，美股主要是涨业绩、消化估值，三大股指的赔率从极低水平逐渐修复。今年初，受联储明显转鹰的冲击，美股估值快速下杀，纳斯达克和标普500的风险溢价逐渐回归中性，同时美股Q4业绩仍超预期，估值有所修复。但在当前10Y美债利率快速走高到2.5的情况下，美股的赔率再次降至偏贵水平。如果未来如美债市场所预期的衰退出现，美股业绩增速大概率将出现超预期回落，目前的赔率将给美股带来二次回踩的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |