

风险定价-中美利差倒挂是果不是因

证券研究报告

2022年04月13日

4月第3周资产配置报告

4月第2周各类资产表现：

4月第2周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了1.74%，成交额2.8万亿元，成交额断崖下跌。一级行业中，房地产、建筑和建材表现靠前；国防军工、电子和电力设备等表现靠后。信用债指数上涨0.24%，国债指数上涨0.27%。

4月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫情对经济影响深化，对冲政策加码必要性上升

债券——流动性回到极宽松水平，市场对货币政策预期仍维持中性

商品——IEA成员国抛储，OPEC+和美国产量小幅回升，油价高位回落

汇率——美债实际利率不是主要矛盾，中美利差倒挂是果不是因

海外——利率倒挂下联储鹰派依旧，美债利率突破2.7%，美股赔率进一步降至偏贵水平

风险提示：Omicron 致死率超预期；经济增速回落超预期；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

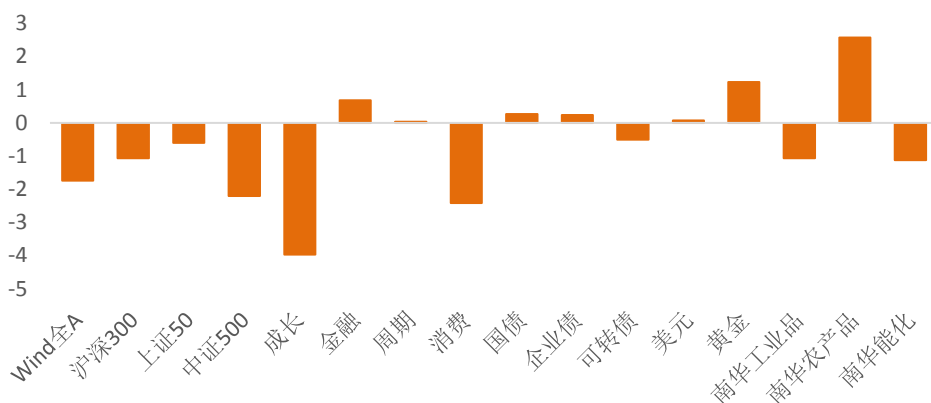
相关报告

1 《宏观报告：宏观-出口是今年的胜负手》2022-04-12

2 《宏观报告：宏观点评-旧世界的宿命与反抗（天风宏观+ESG）》2022-04-09

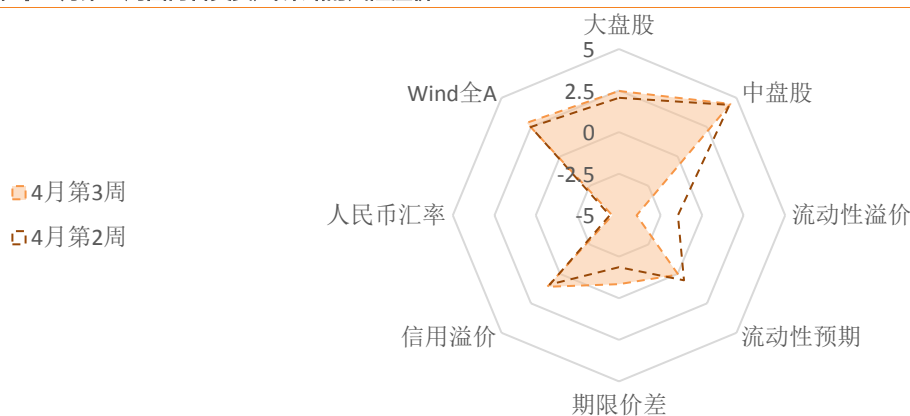
3 《宏观报告：五问五答：美债利率倒挂意味着什么？》2022-04-08

图 1：4 月第 2 周各类资产收益率(%)



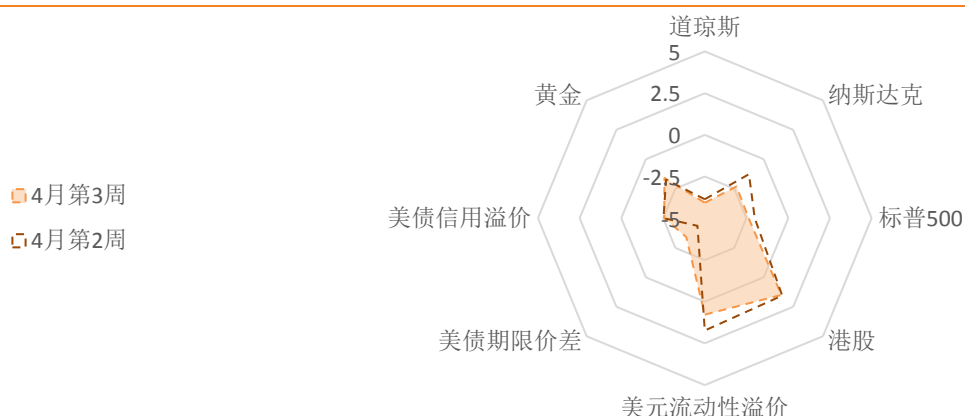
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月第 3 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 3 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：疫情对经济影响深化，对冲政策加码必要性上升

本轮国内疫情的反弹是历次之最，除了人口流动、接触性消费受疫情影响严重以外，

供应链受冲击的程度也是历次之最。港口集装箱吞吐量、道路、航班、水泥发运量等数据大幅回落。物流是经济活动的大动脉，物流不畅会导致供应链上下游的效率大大降低，原材料供给短缺的同时产成品也面临被动补库的局面。原本国内经济就面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，疫情的爆发使得原本就不乐观的经济形势雪上加霜，降准降息和就业纾困等对冲政策加码的必要性进一步提升。

A 股市场没能延续上涨，Wind 全 A 回调 1.74%。成长股和消费股下跌 3.97%、2.41%，金融股和周期股与上周基本持平，小幅收涨 0.68%、0.04%。大盘股表现持续占优中盘股，大盘股（上证 50 和沪深 300）和中盘股（中证 500）分别下跌 0.60%、1.06%和 2.21%（见图 1）。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度与上周基本持平（10%和 9%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度维持在历史低位（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后出现小幅回升，但仍处于【极度悲观】水平（8%分位）。

板块指数目前都处在严重超卖的区间段内，4 月第 2 周，金融股和消费股的短期拥挤度出现小幅回升（均来到 13%分位）；周期股和成长股的短期拥挤度仍处在下行通道（14%分位、13%分位）。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>金融≈消费≈成长。

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维持在 23%分位。一级行业中只有煤炭（92%分位）、地产（77%分位，相较上周大幅上升 14%分位）、建筑（61%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、机械交易拥挤度排名靠后，持续处在 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【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。板块的风险溢价多数回升，金融估值维持【很便宜】（92%分位），周期估值【很便宜】（91%分位），成长估值【便宜】（79%分位），消费估值【中性偏便宜】（59%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 2 周，北向资金周度净流出 65.57 亿，北向情绪较上周明显降温。贵州茅台、宁德时代和中国建筑净流入规模靠前。南向资金净流入 0.39 亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比中性偏高。

2. 债券：流动性回到极宽松水平，市场对货币政策预期仍维持中性

4 月第 2 周，央行公开市场操作净回购 5800 亿，资金面保持平稳，跨月需求过后，流动性溢价迅速回落（11%分位），目前处于【极宽松】水平。中长期流动性预期停留在中性位置（51%分位），反映市场对未来流动性环境的预期中性，对货币进一步宽松保持观望态度。3M 的 FR007 利率互换价格开始回落，随着疫情影响的深化，对二季度降息预期与 4 月第 1 周相比有所增强。

4 月第 2 周，期限价差维持回升至中位数下方（41%分位），久期策略性价比中性略偏低。信用溢价与上周基本持平，目前处于中性略偏高水平（61%分位），高评级信用债估值较便宜（信用溢价继续维持 81%分位），中低评级信用债估值偏贵（信用溢价上行至 41%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4 月第 2 周，债券市场的情绪小幅升温。利率债的短期拥挤度连续两周大幅回升（37%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度有所反弹，但超卖幅度仍较为极端（8%分位）。信用债的短期拥挤度维持在历史较低位置（19%分位）。

3. 商品：IEA 成员国抛储，OPEC+和美国产量小幅回升，油价高位回落

能源品：2月6日，IEA宣布成员国将释放1.2亿桶原油储备，具体细节将很快公布，短期原油供应将会增加，但难解地缘政治风险带来的长期紧平衡。OPEC小幅增产，美国原油库存开始回补，多重利空下油价回落。

4月第2周，布伦特油价震荡下跌1.91%，回落至102.4美元/桶。美国原油产能利用率小幅上升，产量较上周增加10万桶（1180万桶/天），原油库存（不含战略储备）虽仍处2014年以来低位，但开始小幅回升。**俄乌战争对俄罗斯油气出口的影响从起初的“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、布油价格中枢上升成为油价的特征。**

基本金属：4月第2周，LME铜全周基本收平，录得10344美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅上行（68%分位），市场情绪较乐观。有色金属价格多数下跌，沪铝回调4.69%，沪镍跌幅放缓，收跌2.79%。

贵金属：4月第2周，伦敦现货金价止跌回弹1.15%，收于1946.93美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度上行至34%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量略有下降，但仍处去年三月以来的高位。

4月第2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】。

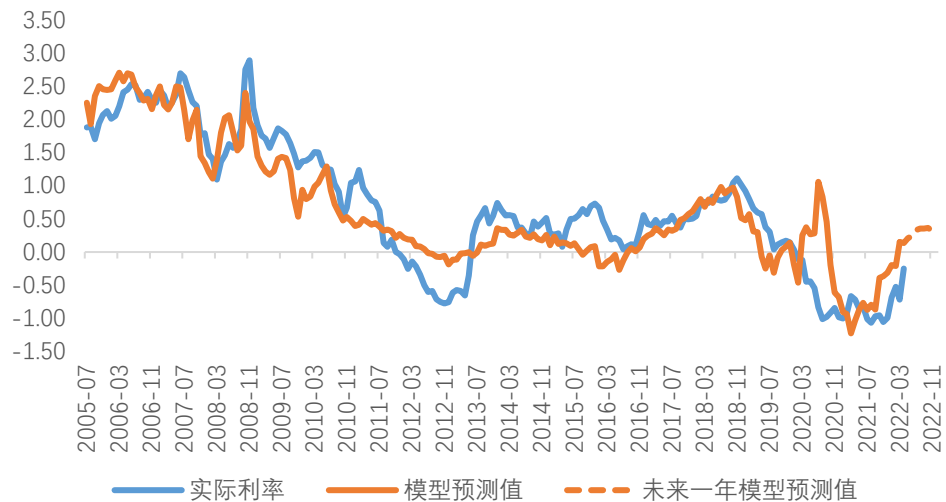
4. 汇率：美债实际利率不是主要矛盾，中美利差倒挂是果不是因

4月第2周，美债实际利率迅速上行26bp至-0.15%，基本回到新冠爆发前2020年3月的水平；美元指数强势上涨1.29%至99.83。避险情绪逐渐降温之后，实际利率上升为美元指数的强势提供了持续的支撑。联储落后通胀曲线较多，5-6月的FOMC存在超预期收紧的可能。我们的定量模型预测5月底之前美元指数的高点可能在100-105附近。

美债实际利率去年7月见底，之后反弹回调再反弹，持续了大半年时间，期间直接影响美股长周期资产（成长股），间接影响A股赛道股。尽管逻辑上有间接影响，但实际利率不是A股当前阶段的主要矛盾。只要人民币汇率没贬值，A股的主要矛盾就在内不在外，在分子不在分母，在如何恢复经济预期重建市场信心。

实际利率对美股的影响也不是静态稳定的，像所有技术指标一样，因子影响是随环境和状态而动态变化的。另外实际利率和TIPS利率不完全一样，后者只是前者的观测指代，两者之间的差异，一是TIPS的流动性溢价，二是金融市场的通胀预期和真实世界的通胀预期差异。学术界对实际利率的观测和建模也没有统一论。

图 4：天风宏观 10Y TIPS 利率模型预测值与 10Y TIPS 利率实际值



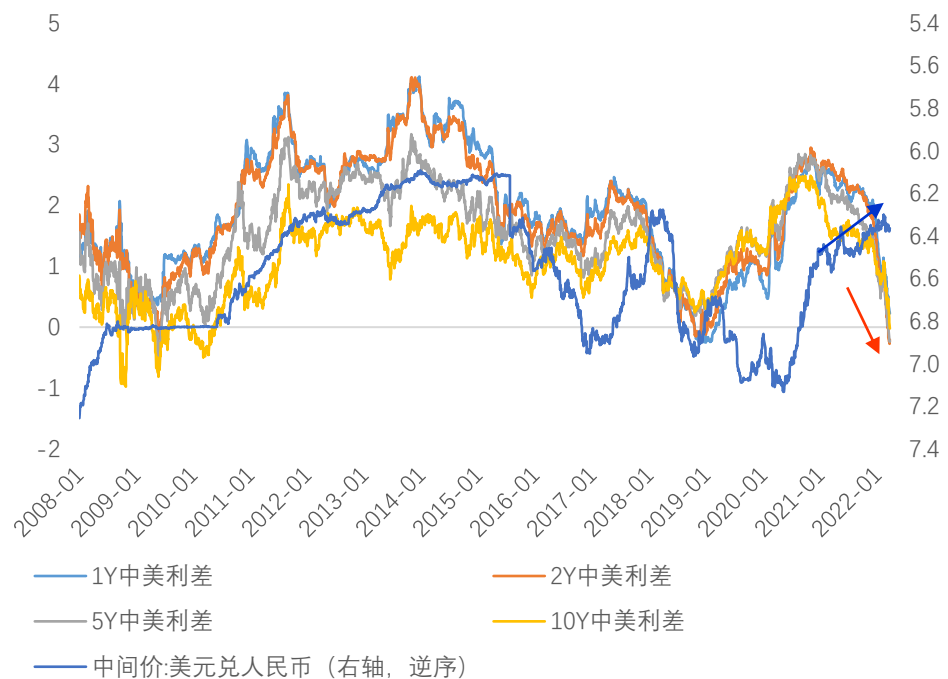
资料来源：Wind，天风证券研究所

4 月第 2 周，美元兑人民币汇率小幅上涨 0.08%至 6.3644。人民币的短期交易拥挤度经两周迅速回落后维持在 14%分位，看多情绪降温到低位。中美利差继续收窄，已经接近倒挂，人民币性价比下行至历史极低水平（4%分位），处在 2008 年以来的最低位置。

但中美利差倒挂只是一个中美经济周期和货币政策周期错位的一个结果，并不能用来预测后续外汇的价格走势。中美利差的影响不能简单根据历史外推，这次利差和汇率已经持续背离两个季度，背后是经常账户盈余的持续支撑。疫情和战争改变了一些历史规律，货币和原油正朝着两个体系演变，改变了中国的长期出口份额和人民币的避险属性，可能会影响中美利差和汇率的相关性。

所以利差的具体影响还是要看汇率，中国出口没有明显转弱之前，人民币币值依然保持稳定，货币政策还能以我为主。根据 EPFR 数据显示，海外资金持续两周净流入中国市场（包括中国香港），金融市场现金流对人民币的中性偏利好。

图 5：中美利差倒挂只是一个中美经济和政策错位的结果，并不能用来预测后续外汇走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

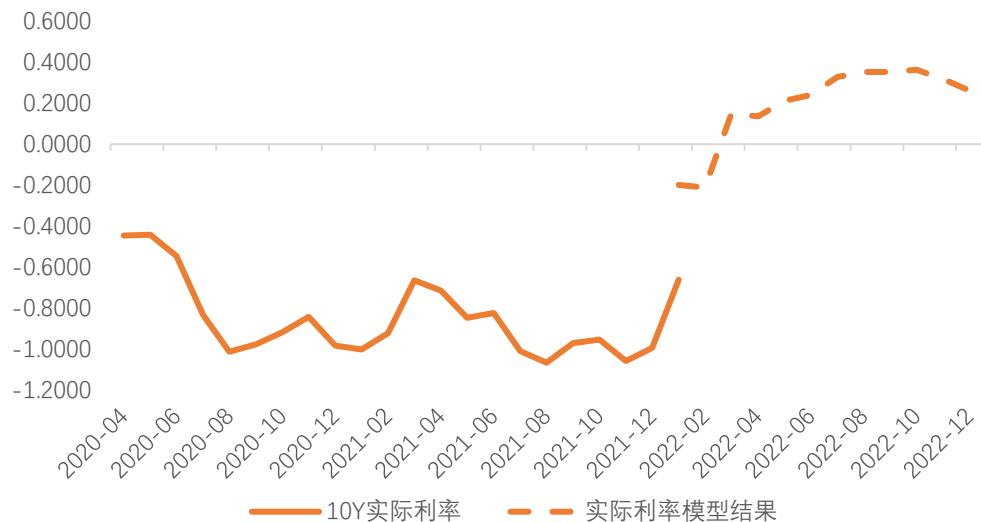
5. 海外：利率倒挂下联储鹰派依旧，美债利率突破 2.7%，美股

赔率进一步降至偏贵水平

即使利率曲线倒挂开始为美国经济拉响衰退的警报，美联储依旧维持鹰派强势，原因是本轮收紧后通胀曲线太多，短期内可能加快收紧，衰退迹象出现后再放松。CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期从维持在 10 次左右，5 月加息 50bp 的概率由前一周的 65% 上升至 81%，5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率维持在 60% 附近。

4 月第 2 周，受加息预期强化的影响，实际利率继续迅速上行 26bp 至 -0.15%，根据我们的定量模型预测如果年内美联储加息六次以上（每次 25bps），10Y TIPS 利率可能冲击 0.3%；10 年期美债名义利率在实际利率的推动下大幅上行 34bp 至 2.72%；10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回升至 2.87%；美债期限溢价较上周有所回升（16%分位）。

图 6：如果年内美联储加息六次以上（每次 25bps），10Y TIPS 利率可能冲击 0.3%



资料来源：Wind，天风证券研究所

美元流动性溢价在在岸流动性的拉动下回落至略高于中性的位置（57%分位），流动性环境向中性靠近。美国在岸流动性市场明显放松（流动性溢价迅速回落至较低位置），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。信用溢价较为稳定（25%分位），美国投机级与投资级的信用溢价与上周基本持平（16%分位和 33%分位），目前美债信用环境仍然处在宽松区间内。

4 月第 2 周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普 500 均录得跌幅。但在美债利率快速上行的拖累下，**三大股指的风险溢价连续两周明显回落**：标普 500 和纳斯达克的风险溢价降至中低位置（26%分位、29%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价小幅下行（9%分位），估值贵。历史上的五次美债期限结构倒挂对应五次美国经济的衰退，美债利率再次倒挂，可能预示着美国经济进入衰退的倒计时。去年 Q4 美股业绩仍超预期，未来如衰退迹象出现，美股业绩增速可能出现超预期回落，同时欧日中等非美主要经济体无法支撑美股的海外业绩，将给美股带来二次回踩的风险。（详见《五问五答：美债利率倒挂意味着什么？》）

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