

风险定价-人民币汇率可能出现关键走贬

证券研究报告

2022年04月20日

4月第4周资产配置报告

4月第3周各类资产表现：

4月第3周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了2.46%，成交额4.5万亿元，日均成交额与上周持平。一级行业中，煤炭、消费者服务和食品饮料表现靠前；国防军工、电力设备及新能源和综合金融等表现靠后。信用债指数上涨0.15%，国债指数上涨0.07%。

4月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——上海疫情对供应链的影响没有明显缓解

债券——流动性环境维持极度宽松状态

商品——多空交织，油价维持高波动

汇率——美债实际利率接近转正，人民币汇率可能出现关键走贬

海外——核心通胀环比增速持续回落，预示美债利率正位于顶部

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

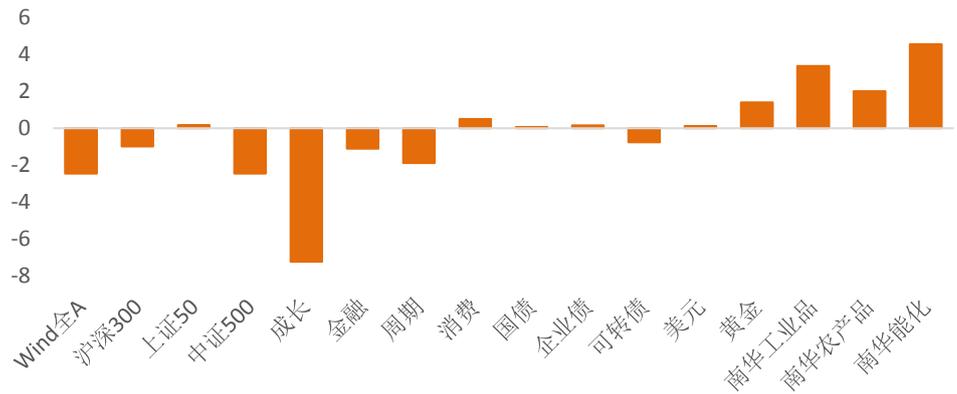
相关报告

1 《宏观报告：美国经济能承受多少加息》2022-04-18

2 《宏观报告：二季度的主要交易逻辑》2022-04-14

3 《宏观报告：风险定价-中美利差倒挂是果不是因-4月第3周资产配置报告》2022-04-13

图 1：4 月第 3 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 4 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 4 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：上海疫情对供应链的影响没有明显缓解

经济方面，核心是上海疫情对供应链的影响。根据克拉克森研究的数据显示，上海港

的集装箱船在港数量于 3 月中下旬攀升，最高值较月初增长约 14%；但经过快速运营调整，近期上海港集装箱船在港数量已回落至常态。不过较严格的管控可能导致进出港的陆路运输仍然存在堵点。整车货运指数虽处在低位，但已开始小幅回暖至四月初水平，国内执行航班数量继续下滑。整体来看，上海疫情对供应链的短期压力没有明显缓解。

政策方面，4 月 15 日央行宣布降准但没有降息，流动性已经足够充裕，货币放松效果需要依赖信用扩张，但疫情和房地产仍然是约束乘数的主要因素。后续就业纾困等对冲政策加码的必要性较高。

A 股市场仍处在下行通道，Wind 全 A 回调 2.46%。成长股领跌，大幅回落 7.25%，金融股和周期股小幅收跌 1.10%、1.90%，消费股止跌回弹上调 0.50%。大盘股表现持续占优中盘股，大盘股（上证 50 和沪深 300）表现与上周基本持平，中盘股（中证 500）下跌 2.46%（见图 1）。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度出现小幅反弹（20%和 15%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度维持在历史低位（15%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证 50>中证 500>沪深 300。以沪深 300 作为基准的 A 股情绪指数较上周出现明显回升，情绪回温至【较悲观】水平（20%分位）。

4 月第 3 周，金融股的短期的拥挤度走出极端超卖区间（36%分位），周期股和消费股的短期拥挤度出现小幅回升（19%分位和 21%分位）；成长股的短期拥挤度仍处在下行通道，目前超卖幅度较为极端（9%分位）。短期拥挤度从高到低的排序是：金融>消费>周期>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 24%分位。一级行业中只有煤炭（95%分位）、地产（85%分位，继续上升 8%分位）、建筑（62%分位）、农林牧渔（51%分位）四个行业交易拥挤度在中性上方；汽车、电子、电新、机械、计算机、食品饮料、国防军工和家电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 的风险溢价小幅上行，目前估值水平处于【便宜】区间（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的估值处于【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。金融估值维持【很便宜】（89%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（82%分位），消费估值【中性偏便宜】（61%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

4 月第 3 周，北向资金周度由净流出转为小幅净流入 28.78 亿，贵州茅台、中国建筑和阳光电源净流入规模靠前。南向资金净流入 56.36 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：流动性环境维持极度宽松状态

4 月 15 日，央行降准 0.25%，同时对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5%的农商行再多降准 0.25%，共计释放长期资金约 5300 亿元。0.25%的降准幅度是首次，但考虑到这次降准没有提到置换 MLF 到期，净投放量仍然可观。央行提到的后续货币约束有联储处于紧缩周期和国内通胀高于预期两个因素。未来货币政策仍有降息的空间，在出口走弱之前，贸易盈余仍然支撑人民币汇率维持强势，给货币政策以我为主的底气。3 月社融总量略超预期，但结构仍然较差，冲量痕迹明显，短期信用扩张的主要约束仍在疫情上。

4 月第 3 周，央行公开市场操作净投放 200 亿，资金面保持平稳，**流动性溢价维持在低位（10%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（50%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。4 月第 3 周，1M 与 3M 的 FR007 利率互换价格继续回落，随着疫情影响的深化，对二季度降息预期逐渐增强。

4 月第 3 周，期限价差仍处于中位数下方（41%分位），久期策略性价比中性略偏低。

信用溢价小幅回落至中位数附近（55%分位），高评级信用债估值较便宜（信用溢价回落至73%分位），中低评级信用债估值偏贵（信用溢价维持37%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4月第3周，债券市场的情绪持续升温。利率债的短期拥挤度连续三周大幅回升，目前已经来到中位数附近（48%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（14%分位）。信用债的短期拥挤度上行至中低位置（29%分位）。

3. 商品：多空交织，油价维持高波动

能源品：IEA 预估 4 月俄罗斯原油减量 150 万桶/日，5 月将增加到 300 万桶/日。部分贸易商例如 Vitol 后期也会逐步减少对俄罗斯原油的进口量。俄乌冲突延续，欧盟可能制裁俄罗斯原油使市场对供给的担忧情绪持续，国际油价上涨。

4 月第 3 周，布伦特油价大幅收涨 8.64%，油价重回 110 美元/桶上方。美国原油产能利用率小幅下降，产量与上周持平（1180 万桶/天），原油库存（不含战略储备）虽仍处 2014 年以来低位，但绝对水平仍在小幅回升。**美国政府宣布结束长达 15 个月的租赁禁令，恢复在联邦土地上进行油气钻探开采的租契销售。**EIA 下调全年的原油需求预期。

俄乌战争对俄罗斯油气出口的影响仍在“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阶段特征。

基本金属：4 月第 3 周，LME 铜全周基本收平，录得 10332 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度明显回落（60%分位），市场情绪中性偏乐观。有色金属价格多数上涨，沪铝收涨 1.99%，沪镍止跌回弹，大幅上行 9.91%。

贵金属：4 月第 3 周，伦敦现货金价小幅上涨 1.41%，收于 1974.4 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持 35%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量出现明显回落。

4 月第 3 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：美债实际利率接近转正，人民币汇率可能出现关键走贬

4 月第 3 周，10 年期美债实际利率迅速上行 9bp 至 -0.06%，这也是疫情爆发以来首次接近转正。**我们的实际利率模型预测，如果年内美联储加息六次以上（每次 25bp），10Y TIPS 利率可能升至 0.3%。**实际利率的快速上升对高金融属性资产（成长股、数字货币、黄金）价格形成抑制，对非美货币的汇率形成冲击。

美元指数强势上涨 0.68%，升破 100 美元关口，创 2020 年 4 月以来新高。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。**我们的美元模型预测 5 月底之前美元指数的高点可能在 100-105 附近。**

4 月第 3 周，美元兑人民币汇率小幅上行 0.12%至 6.3711。人民币的短期交易拥挤度维持在 13%分位，看多情绪降温到低位。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。

经常账户盈余是支撑前期人民币汇率稳定的关键因素，如果在内外疫情防控策略差异下，出口份额回落，人民币汇率可能出现关键走贬。中美利差倒挂只是中美货币政策和经济周期错位的结果，不是决定汇率走势的原因。

图 4：如果在内外疫情防控策略差异下，出口份额回落，人民币汇率可能出现关键走贬



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 海外：核心通胀环比增速持续回落，预示美债利率正位于顶部

3 月美国 CPI 同比录得 8.5%，再次创新高。通胀高企的主要贡献仍是受俄乌冲突影响较大的能源价格。3 月核心通胀环比增速连续下降（环比 0.3%，前值 0.5%），其中核心商品的价格环比下降较快（环比-0.4%，前值 0.4%）。剔除能源和食品后的商品价格走弱体现：一是油价对其他商品需求的挤占开始显现；二是供应链问题在 Omicron 疫情结束后已经有所缓解。

CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期有小幅下降，但仍维持在 10 次左右，5 月加息 50bp 的概率由前一周的 81% 上升至 91%，5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率进一步推升至 68.7% 附近。

4 月第 3 周，10 年期美债名义利率在实际利率的推动下继续上行 11bp 至 2.83%；10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回升至 2.89%；美债期限溢价连续两周小幅走高（23%分位），4 月初，2Y*10Y 国债一度倒挂，目前已经重新走阔到近 40bps，主要是长端受缩表预期的增强而走高。

美元流动性溢价在在岸流动性的带动下进一步回落（52%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极低位置），**离岸美元流动性溢价维持在历史高位（91%分位），但已有所松动**。信用溢价小幅上行（31%分位），美国投机级与投资级的信用溢价均有所回升（22%分位和 40%分位），目前美债信用环境仍然处在较宽松区间内。

4 月第 3 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，**三大美股指的风险溢价连续三周回落**：标普 500 和纳斯达克的风险溢价降至较低位置（20%分位、22%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价小幅下行（8%分位），估值极贵。美股分母端的利空定价时间较长也较充分，未来需要关注美股业绩拐点，分子端的利空可能冲击美股当前的脆弱性。（详见《五问五答：美债倒挂意味着什么？》）

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