

风险定价-权益短期和中期的性价比都很高

证券研究报告

2022年05月11日

5月第2周资产配置报告

4月第5周至5月第1周各类资产表现：

4月第5周至5月第1周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了2.89%，成交额6.1万亿元，日均成交额小幅回落。一级行业中，国防军工、家电和建筑表现靠前；非银行金融、综合金融和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨0.20%，国债指数上涨0.18%。

5月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——短期和中期的性价比都很高

债券——汇率走贬后，货币宽松预期快速下降

商品——需求进入淡季，油价维持震荡

汇率——美元指数可能在7月份升破110

海外——美股开始定价衰退预期

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；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

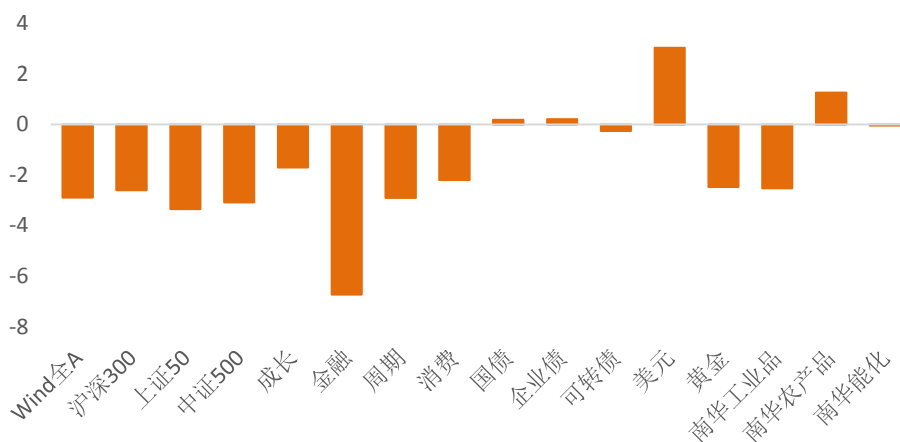
联系人

linyanyan@tfzq.com

相关报告

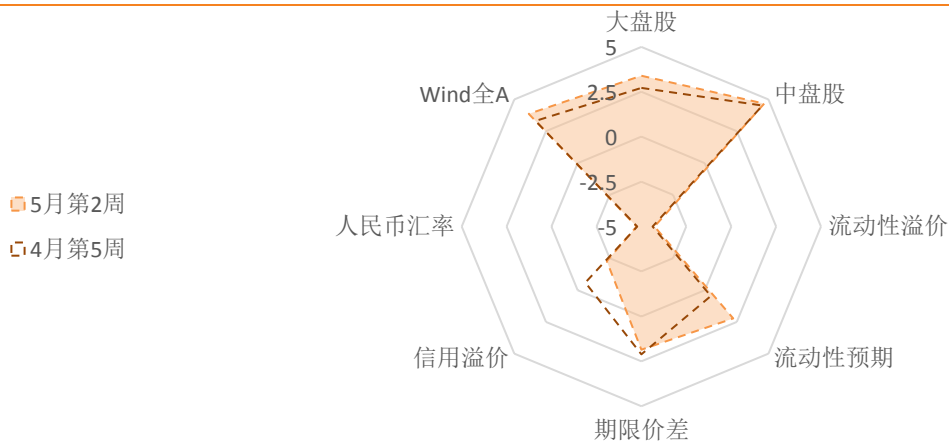
- 1 《宏观报告：加息预期或已过了最鹰的时候》2022-05-06
- 2 《宏观报告：长三角调查系列2：哪些产业可能更快复工复产》2022-05-05
- 3 《宏观报告：汇率和股市是什么关系？》2022-04-30

图 1：4 月第 5 周各类资产收益率(%)



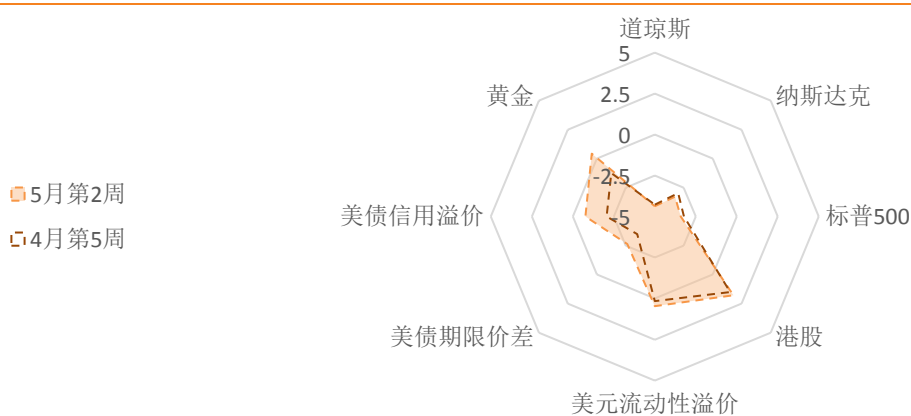
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 2：5 月第 1 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 3：5 月第 1 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：短期和中期的性价比都很高

4月第5周至5月第1周，Wind全A收跌2.89%，跌幅放缓。板块指数全线回调，金融股领跌，下行6.72%，周期股、消费股和成长股继续回落2.90%、2.19%和1.70%。大盘股和中盘股均出现录得跌幅，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）收跌3.25%、2.60%和3.08%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度仍处上行通道（32%和21%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度小幅回落，维持在历史低位（11%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>沪深300>中证500。

5月第1周，金融股和周期股的短期拥挤度出现小幅回落（45%分位、17%分位）；消费股的短期的拥挤度与上周基本持平（23%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（3%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进一步下降到15%分位。一级行业中只有煤炭（86%分位）、地产（60%分位）两个行业交易拥挤度在中性上方。医药、基础化工、传媒、轻工制造、国防军工、计算机、机械、通信、电力设备及新能源、汽车和电子等行业交易拥挤度排名靠后，交易拥挤度处在5%分位以下，超卖幅度较为极端，短期盈亏比较高。

宽基指数与板块指数的风险溢价明显上升，均进入便宜区间。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】（93%分位），周期估值【很便宜】（96%分位），成长估值【很便宜】（96%分位），消费估值【较便宜】（70%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期≈成长>金融>消费。

4月第5周至5月第1周，北向资金周度小幅净流入27.52亿人民币，贵州茅台、美的集团和格力电器净流入规模靠前。南向资金净流入43.38亿港元，恒生指数的风险溢价小幅上升，性价比中性偏高。

2. 债券：汇率走贬后，货币宽松预期快速下降

近两周央行公开市场操作净回笼300亿，资金面保持平稳，**流动性溢价维持在低位（7%分位），目前处于【极宽松】水平。**中长期流动性预期迅速上行至中位数上方（72%分位），汇率大幅贬值后，市场对未来一年流动性宽松的预期快速下降。4月第4周，1M与3M的FR007利率互换价格与前期持平，市场对二季度降息预期与上期持平。

5月第1周，**期限价差维持在中高位置（69%分位），久期策略性价比比较高。信用溢价明显回落，目前来到中低位置（27%分位），**不同信用等级的溢价下降幅度基本相同，高评级信用债估值中性偏贵（信用溢价降至40%分位），中低评级信用债估值较贵（信用溢价降至14%分位），评级利差维持在历史较低位置。

5月第1周，债券市场的情绪回温。利率债的短期拥挤度近两个月连续回升，目前已经来到中高位置（61%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度有所反弹，逐渐走出超卖区间（26%分位）。信用债的短期拥挤度处于迅速上行趋势，回升至中位数上方（61%分位）。

3. 商品：需求进入淡季，油价维持震荡

能源品：欧盟对俄石油禁运或将落地，计划在6个月内完全退出对俄罗斯原油及成品油的进口。本周OPEC五月会议宣布维持小幅增产计划，美国也仍在抛储，但两者不足以弥补欧盟对俄罗斯制裁带来的缺口。能化品的需求进入淡季，但难以对冲供给端缺口，油价整体维持高位震荡。

4月第5周至5月第1周，布伦特油价震荡走强，收涨6.66%至113.22美元/桶。美国原油产能利用率小幅回落，产量与两周前持平（1190万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续下降，刷新2014年以来的新低。

基本金属：近两周，LME 铜迅速走弱，收跌 7.14%，录得 9388 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度较两周前大幅回落（33%分位），市场情绪较悲观，2020 年 6 月以来首次下降到 35%分位以下。基础金属价格多数回调，沪铝、沪镍分别下跌 9.11%、10.33%，与美股一样，基础金属也逐渐开始定价全球的衰退预期。

贵金属：4 月第 5 周至 5 月第 1 周，伦敦现货金价震荡下挫 2.48%，收于 1883 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度回升至 54%分位，市场情绪偏中性。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量维持在新去年三月以来的高位。

5 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：美元指数可能在 7 月份升破 110

10 年期美债实际利率迅速上行 34bp 至 0.26%，4 月 29 日回正，**我们的实际利率模型预测，如果美联储加息至 150-175bp，10 年期美债实际利率将升至 0.3%**。实际利率的快速上升将继续抑制成长股、数字货币、黄金的价格，并冲击非美货币汇率。美元流动性溢价维持在中位数附近（55%分位），在岸美元流动性溢价维持在较低位置，而**离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（91%分位）**。海外金融环境处于收紧状态，对非美市场不利。美元指数升至 103.67 美元，创 2002 年以来的新高，避险情绪逐渐降温后，实际利率上升为美元指数的强势提供了持续的支撑。**我们的美元模型预测 7 月底之前美元指数的可能站上 110。**

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，人民币贬值开始加速，美元兑人民币（在岸）累积上行 2.74%至 6.6651。人民币的短期交易拥挤度下行至 3%分位，看多情绪降至冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（2%分位），处在 2008 年以来的最低位置。人民币汇率的第一目标位是回到 2020 年出口红利期之前的汇率水平（即 6.8 左右），如果疫情进一步持续冲击供应链和出口环境，人民币汇率的第二目标位是回到 2020 年疫情之前的汇率水平（即 7.0 以上）。从历史规律来看，汇率走贬都不是一蹴而就的，人民币进入中期贬值通道。（详见《汇率和股市是什么关系？》）

5. 海外：美股开始定价衰退预期

5 月第 1 周，10/30 年期美债突破重要关口或者债券期货抛售导致的资金撤退可能引发了美债的技术性调整。按照目前两年一共加息 325bp 的市场预期，2 年期美债利率最终将到 3%，如果市场开始定价衰退，那么长短端会发生倒挂，3%已经是美债长端收益率的阶段高点。如果看半年时间，3%是美债长端利率对紧缩充分定价的顶部中枢，加息预期和美债利率的方向是回落。美债期限溢价较上周小幅上行（24%分位）。信用溢价迅速回升至中位数下方（42%分位），美国投机级与投资级的信用溢价均出现上行（38%分位和 49%分位），目前美债信用环境较前期明显收紧。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）

5 月第 1 周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普 500 均录得跌幅。VIX 震荡突破了 30。三大美股指的风险溢价在连续四周回落后，下行趋势放缓：标普 500 和纳斯达克的风险溢价维持较低位置（16%分位、17%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价与两周前基本持平（6%分位），估值贵。美股情绪并不悲观，对加息预期的较充分，但是对衰退预期尚未定价。未来美股大盘股指数对衰退预期开始定价，可能要等看到巨头公司的盈利发生下滑之后，美股还有第二波调整，对衰退预期开始定价。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）

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