

# 风险定价-人民币汇率走贬接近第一目标位

证券研究报告

2022年05月19日

## 5月第3周资产配置报告

5月第2周各类资产表现：

5月第2周，美股指数多数下跌。Wind全A上涨了3.51%，成交额4.2万亿元，日均成交额小幅回落。一级行业中，汽车、综合和电力设备及新能源表现靠前；石油石化、煤炭和银行等表现靠后。信用债指数上涨0.25%，国债指数上涨0.17%。

5月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——常态化防疫初见曙光，市场情绪弱恢复

债券——社融不及预期，市场可能早有预料

商品——基础金属进一步定价衰退预期

汇率——人民币汇率接近第一目标位

海外——美股回调空间仍大

**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

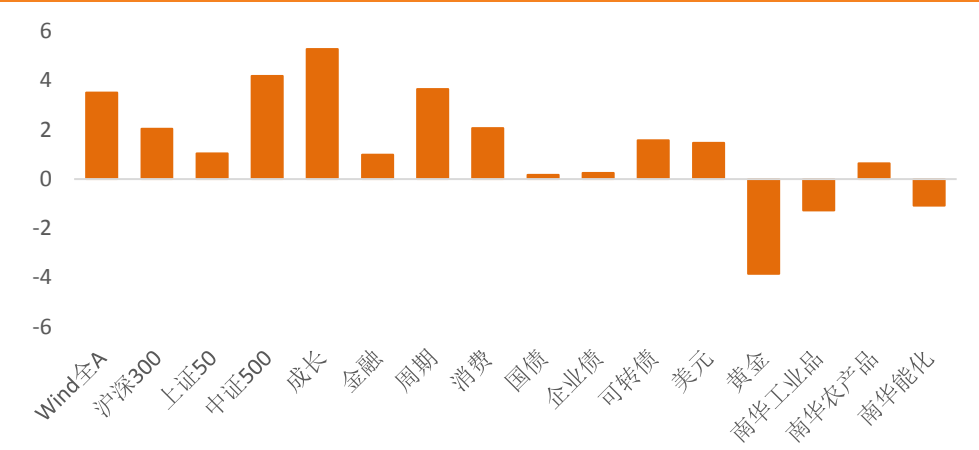
相关报告

1 《宏观报告：长三角调查系列3：来自456份问卷的供应链重构线索》2022-05-14

2 《宏观报告：风险定价-权益短期和中期的性价比都很高-5月第2周资产配置报告》2022-05-11

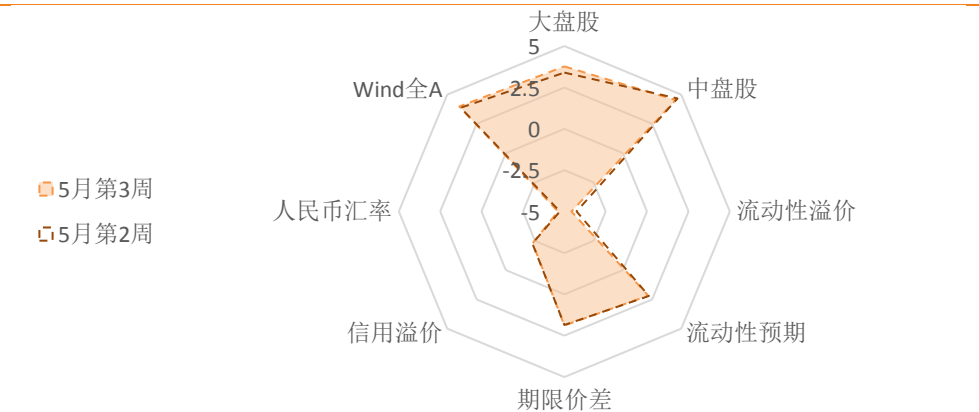
3 《宏观报告：加息预期或已过了最鹰的时候》2022-05-06

图 1：5 月第 2 周各类资产收益率(%)



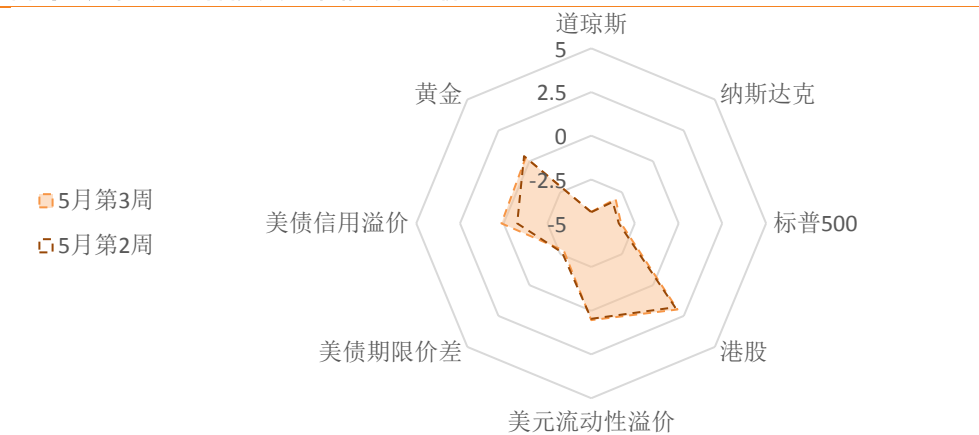
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5 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 3：5 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：常态化防疫初见曙光，市场情绪弱恢复

上海拥堵指数从低位显著回升，江浙沪三地的整车货运物流指数开始回暖。经过两个多月的静态管理，上海疫情防控与复工复产初见曙光。上海疫情过峰后，我们预计疫情对经济的影响将度过最严重的时期。未来常态化核酸检测配合精准追踪防控或能避免出现疫情大规模扩散造成的严重经济冲击。权益市场分子端的悲观预期开始缓和。

5月第2周，A股全线反弹，Wind全A收涨3.51%，但成交量较上周仍有小幅下降，市场情绪恢复较弱。板块指数均录得涨幅，成长股、周期股、消费股和金融股分别上涨5.28%、3.66%、2.07%和0.98%。中盘股表现优于大盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨1.05%、2.04%，中盘股（中证500）收涨4.18%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度较上周出现小幅回落（24%和16%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度仍处下行通道，维持在历史低位（9%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2周，所有板块指数的短期拥挤度均出现回落，金融股的短期拥挤度由上周的中位数附近迅速下行至21%分位，消费股和周期股的短期拥挤度小幅下滑（20%分位、13%分位）；成长股的目前超卖幅度仍较为极端（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处在12%分位的历史低位，市场目前情绪恢复仍较为谨慎。一级行业中只有煤炭（75%分位，较上周下降了11%）交易拥挤度在中性上方。30个一级行业中有13个行业交易拥挤度在5%分位以下（非银行金融、基础化工、国防军工、医药、综合金融、传媒、轻工制造、计算机、机械、汽车、电力设备及新能源、通信、电子），19个行业交易拥挤度在10%分位以下，A股整体超卖幅度较为极端，短期盈亏比较高。

宽基指数与板块指数的风险溢价处在历史高位，配置性价比凸显。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】（98%分位），成长估值【很便宜】（99%分位），消费估值【较便宜】（71%分位）。风险溢价从高到低的排序是：成长>周期>金融>消费。

5月第2周，北向资金周度小幅净流出73.22亿人民币，美的集团、伊利股份和格力电器净流入规模靠前。南向情绪升温，南向资金大幅净流入228.7亿港元，恒生指数的风险溢价小幅上升，性价比较高。

## 2. 债券：社融不及预期，市场可能早有预料

4月的社融数据不及预期，市场可能早有预料。3月社融冲量对4月信贷数据有透支，4月也是疫情对信贷需求抑制最严重的时期。尽管经济下行压力加大，但财政刺激的必要性和有效性也受疫情持续时间和防疫策略的影响。经济压力和政策预期的博弈目前仍然焦灼，因此债券市场整体呈现窄幅震荡的格局。信贷需求的塌方导致市场出现结构性资产荒，短端利率不断下行，长端利率则表现相对克制。上海疫情之后，如果常态化核酸检测配合快速精准防控的动态清零策略能够有效维持经济成本和防疫政策的平衡，届时信用的天平有望向扩张倾斜。

5月第2周，央行公开市场操作净投放300亿，资金面保持平稳，流动性溢价继续向低位靠近（4%分位），目前处于【极宽松】水平。中长期流动性预期维持在中位数上方（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仍在下降，但是4月金融数据公布后，短期货币政策放松的预期有小幅上升。5月第2周，1M与3M的FR007利率互换价格较前期有所下降。

5月第2周，期限价差维持在中高位置（69%分位），久期策略性价比较高。信用溢价在上周大幅回落后维持在中低位置（27%分位），不同信用等级的溢价与上周基本持平，高评级信用债估值中性偏贵（信用溢价维持41%分位），中低评级信用债估值较贵（信用溢价处于13%分位），评级利差维持在历史较低位置。

5月第2周，**债券市场的情绪中性偏乐观**。利率债的短期拥挤度在两个月连续回升后，目前维持在中高位置（61%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度逐渐走出超卖区间（24%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（64%分位）。

### 3. 商品：基础金属进一步定价衰退预期

**能源品：**IEA 下调今年全球原油需求增速预期，欧盟对俄原油制裁禁令的推延修正了上周供给溢价的回升，油价小幅回落。短期内，油价冲高概率较小，但高位震荡的格局预计较难改变。

5月第2周，布伦特油价窄幅震荡，下跌 1.04%至 111.22 美元/桶。美国原油产能利用率与上周持平，产量较上周减少 10 万桶（1190 万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅上升，但仍维持 2014 年以来的低位。

**基本金属：**5月第2周，LME 铜继续走弱，收跌 2.15%，录得 9212 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度连续两周大幅回落（28%分位），接近 2020 年 4 月疫情首次爆发阶段的水平，市场情绪较悲观。基础金属价格多数继续回调，沪铝基本收平，沪镍大幅下跌 6.28%，基础金属对定价全球的衰退预期继续定价。

**贵金属：**5月第2周，伦敦现货金价震荡下挫 3.84%，收于 1810 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持 53%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：人民币汇率接近第一目标位

5月第2周，10年期美债实际利率小幅下行 2bp 至 0.24%，我们的实际利率模型预测，假设全年美联储将 FFR 调整至 2.25-2.50%（当前 CME FFR 期货显示的加息预期），**10年期美债实际利率 0.3%将是阶段性高点，如果下半年联储态度没有转向，实际利率不排除有继续冲高的可能。**

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位于较低位置，而**离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（92%分位）**。海外金融环境处于极紧状态，对非美市场不利。美元指数升至 104.75，继续 2002 年以来的新高，美元指数年初以来累计涨幅近 9%。**我们的美元模型预测 7 月底之前美元指数的可能站上 110。**

5月第2周，人民币继续快速贬值 1.58%至 6.79。人民币的短期交易拥挤度创下历史新低，看多情绪降至冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（4%分位），处在 2008 年以来的最低位置。**人民币汇率接近我们给出的第一目标位（6.80-6.90%），即回到 2020 年下半年疫情红利开启前的汇率水平，第一目标位对应了汇率的基本面情形，后续是否突破第一目标位继续贬值与市场情绪有关，上海疫情之后的疫情防控结果和中美关系或将影响汇率的非基本面走势。人民币汇率的第二目标位是回到 2020 年疫情前的水平，即 7.0 以上。（详见《汇率和股市是什么关系？》）**

### 5. 海外：美股回调空间仍大

随着衰退预期逐渐开始被市场定价，近期加息预期有所回落。5月第2周，CME 美联储观察显示，全年加息预期从全年 10.9 次（包括已经加息的 3 次）下降至 10.5 次。6月加息 75bp 的概率从前一周的 16.1%重新下降至 7.5%，6-7 月两次加息 125bp 的概率从前一周的 15%下降至 7%，10Y 美债利率回落至 3%以下。

4月美国 CPI 同比在 40 年高位出现小幅回落，但除能源视频的核心通胀环比增速回升超预期，4月核心 CPI 同比 0.6%，前值 0.3%，预期 0.4%。核心通胀数据整体呈现出商品弱、服务强，核心服务价格上涨主要来自于疫情后机票和酒店价格的反弹，但薪酬增速的放缓和财政支出的下降将引导未来核心通胀放缓。“通胀以明显和令人信服的方式下降”将影响之后的联储加息决策。

美债期限溢价较上周基本持平（22%分位）。信用溢价连续两周大幅回升，已经到来中位数附近（51%分位），美国投机级与投资级的信用溢价继续上行（49%分位和 54%分位），**目前美债信用环境较前期（10%分位以下）明显收紧**，如果信用溢价延续当前的上涨态势，需要关注信用风险上升的可能性。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）

5 月第 2 周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普 500 均录得跌幅。随着周四周五美股的企稳回升，VIX 由上周的 30 以上震荡回落至 29。三大美股指的风险溢价在连续五周回落后，出现小幅上行：标普 500 和纳斯达克的风险溢价维持较低位置（17%分位、20%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价与上周基本持平（7%分位），估值贵。从风险溢价来看，美股情绪并不悲观。美股对加息预期的较充分，但是对衰退预期定价恐仍不充分，回调空间仍大。（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