

# 风险定价-海外衰退交易主线加剧

证券研究报告

2022年05月25日

## 5月第4周资产配置报告

5月第3周各类资产表现：

5月第3周，美股指数多数下跌。Wind全A上涨了2.63%，成交额4.1万亿元，日均成交额持续回落。一级行业中，煤炭、电力设备及新能源和有色金属表现靠前；商贸零售、房地产和医药等表现靠后。信用债指数上涨0.23%，国债指数上涨0.17%。

5月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——从交易拥挤度来看情绪底已经出现

债券——流动性溢价接近历史低位，但期限溢价上行至较高位置，建议适度交易曲线走平

商品——能源品供需都有小幅改善，高位震荡格局延续

汇率——人民币汇率接近第一目标位6.80

海外——衰退交易加码，下一阶段关注海外信用风险

**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

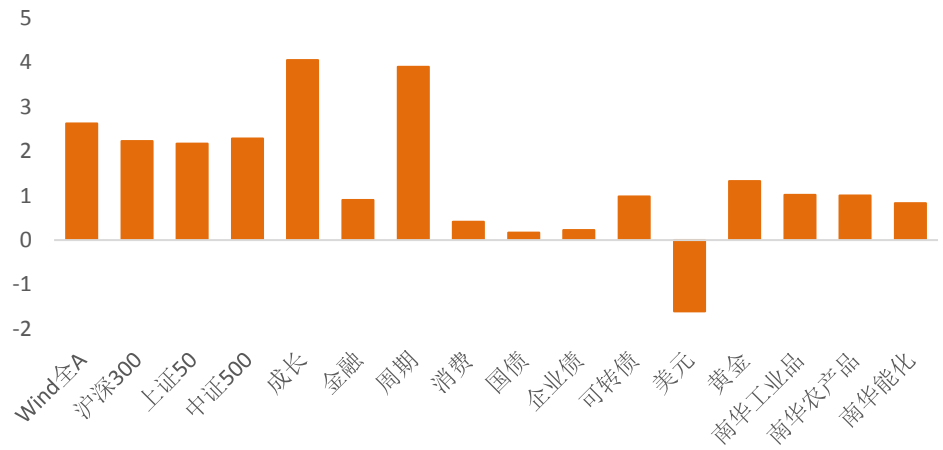
宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人  
linyanyan@tfzq.com

相关报告

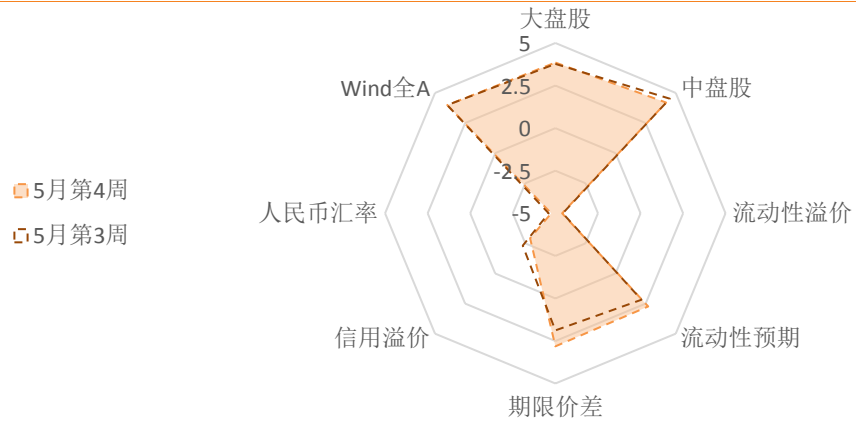
- 1 《宏观报告：天风问答系列：疫情后的供应链》2022-05-23
- 2 《宏观报告：看多大盘成长和金融—5月资产配置报告》2022-05-21
- 3 《宏观报告：宏观-房地产放松有没有用？》2022-05-21

图 1：5 月第 3 周各类资产收益率(%)



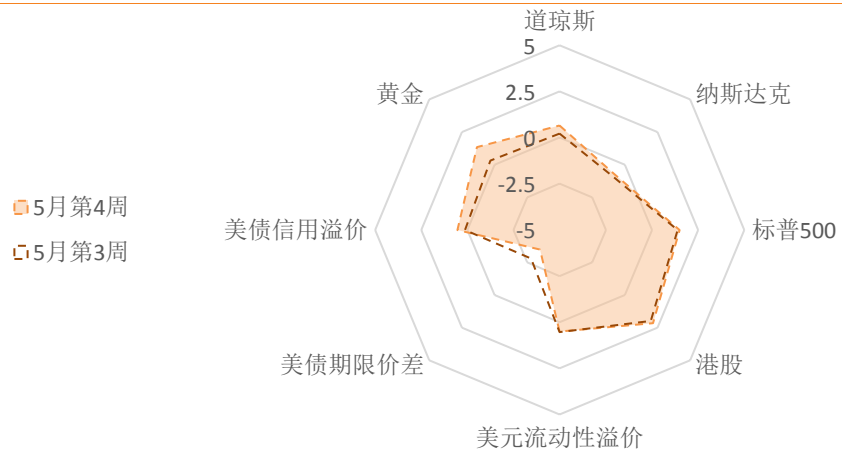
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5 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 3：5 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。  
本期开始，海外权益资产风险溢价计算方式有所调整

## 1. 权益：从交易拥挤度来看情绪底已经出现

全国疫情过峰，单日新增 3 月 9 日以来首次下降至 1000 人以下。我们认为，未来疫情防控将转向建立在快检快筛和及时响应基础上的常态化管理模式，如能避免疫情大范围传播，将持续推动市场情绪修复。

5 月第 3 周，A 股持续反弹，Wind 全 A 收涨 2.63%，成长股、周期股、金融股和消费股分别上涨 4.06%、3.91%、0.91%和 0.42%。大盘股与中盘股表现相近，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨 2.17%和 2.23%，中盘股（中证 500）收涨 2.29%（见图 1）。

5 月第 3 周，各板块的短期拥挤度均处于历史低位，超卖幅度仍较为极端。金融股的短期拥挤度连续两周迅速回落至 9%分位；消费股和周期股的短期拥挤度小幅下滑至 15%分位和 9%分位；成长股的短期拥挤度出现反弹，仍处于 5%分位。短期拥挤度从高到低的排序是：消费>周期≈金融>成长。大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度较上周有小幅回落（16%和 12%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度与上周基本持平（8%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。从绝对水平上来看，目前 A 股的风险溢价和交易拥挤度等中短期性价比指标仍处在极具吸引力的区间，整体超卖明显，短期盈亏比较高的特征不变。但成交量较上周有小幅下降，市场情绪恢复并不坚决，短期震荡偏强的格局有望延续。

从相对水平来看，一级行业交易拥挤度边际上已经筑底，平均拥挤度自 3 月以来首次出现回升，目前处在 13%分位。5 月第 3 周，30 个行业中有 23 个行业交易拥挤度出现回升。一级行业中有只有煤炭（74%分位，较上周下降了 1%）交易拥挤度在中性上方。交易拥挤度在 5%分位以下的行业个数降至 10 个（汽车、非银行金融、机械、传媒、综合金融、轻工制造、计算机、电力设备及新能源、电子、通信），上周为 13 个（医药、军工、基础化工的拥挤度上升至 5%以上）。

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】（98%分位），消费估值【较便宜】（69%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 3 周，北向资金周度小幅净流入 152.18 亿人民币，招商银行、长江电力和兴业银行净流入规模靠前。南向资金净流入 125.96 亿港元，恒生指数的风险溢价小幅上升，性价比较高。

## 2. 债券：流动性溢价接近历史低位，但期限溢价上行至较高位置，建议适度交易曲线走平

5 月第 3 周，央行公开市场操作净回笼 100 亿，资金面保持平稳，流动性溢价进一步向低位靠近（4%分位），目前处于【极宽松】水平。中长期流动性预期持续抬升（77%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 3 周，3M 的 FR007 利率互换价格较前期有所回升。

5 月第 3 周，期限价差上行至较高位置（78%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅回落（21%分位），不同信用等级的溢价均出现下行趋势，高评级信用债估值较贵（信用溢价维持 31%分位），中低评级信用债估值贵（信用溢价处于 10%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比不高。

5 月第 3 周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债的短期拥挤度目前维持在中位数上方（56%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度逐渐走出超卖区间（26%分位）。信用债的短期拥挤度处于上行趋势，回升至中位数上方（65%分位）。

## 3. 商品：能源品供需都有小幅改善，高位震荡格局延续

**能源品：**供给端，欧美对俄罗斯原油出口的容忍度略有提升。白宫国安顾问沙利文表示中国购买俄罗斯石油以补充其储备不会违反美国的对俄制裁。同时德国和意大利已允许企业开设卢布账户以继续购买俄罗斯天然气避免断供。俄罗斯原油进一步减量的预期下滑。需求端，原油即将进入北半球夏季的需求旺季，美国航空和陆上交通量周度均环比都有所增加。供需同时改善，在地缘政治冲突明显好转之前，油价高位震荡格局很难改变。

5月第3周，布伦特油价窄幅震荡，上涨1.22%至112.91美元/桶。美国原油产能利用率边际上升，产量较上周增加10万桶（1190万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅回落，仍维持2014年以来的低位。

**基本金属：**5月第3周，LME铜止跌回弹，收涨2.86%，录得9421美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度近三周持续回落（24%分位），目前与2020年4月疫情首次爆发阶段基本持平，市场情绪悲观。基础金属价格迎来小幅修复，沪铝、沪镍收涨3.65%、5.28%。

**贵金属：**5月第3周，伦敦现货金价震荡上行1.94%，收于1846美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度上行至63%分位，市场情绪偏中性偏积极。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：人民币汇率接近第一目标位 6.80

5月第3周，10年期美债实际利率小幅下行1bp至0.23%，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）**。海外金融环境连续3个月处于极紧状态，流动性环境对非美货币的压制未见缓解。美元指数自前期高点小幅回落，收于103.03。**我们的美元模型预测7月底之前美元指数有可能站上110。**

5月第3周，人民币贬值速度放缓，美元兑人民币(CFETS)下跌1.34%至6.69。人民币的短期交易拥挤度创下历史新低，看多情绪仍处在冰点。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。**人民币汇率触及我们给出的第一目标位（6.80%，即回到2020年下半年疫情红利开启前的汇率水平）后小幅回落。**自5月开始国内出口集装箱运价开始企稳回升，**随着疫情过峰，供应链效率下降对出口的短期冲击开始减弱，这也是人民币在第一目标价位附近企稳的主要原因。**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，是否冲击第二目标位，还要继续观察国内疫后经济恢复的斜率已经国外供给的恢复情况。（详见《汇率和股市是什么关系？》）

#### 5. 海外：衰退交易加码，下一阶段关注海外信用风险

**衰退交易近期成为美国股债市场的主线，虽然白宫和联储官员不断有鹰派言论，但市场的加息预期并没有明显上升。**

5月第3周，CME美联储观察显示，全年加息预期维持在10.7次附近（包括3月和5月的三次加息）。6月加息75bp的概率从前一周的13.6%重新下降至5.1%，6-7月两次加息125bp的概率从前一周的13.9%下降至5.3%，10Y美债利率自高位回落，收于2.78%。**我们维持之前的判断：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。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）**

美债期限溢价较上周下降（15%分位）。信用溢价连续三周回升，已经到来中位数上方（55%分位），美国投机级与投资级的信用溢价继续上行（51%分位和59%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。**

本轮衰退交易的开端于美股权重股的业绩预期开始走弱。一季度，标普 500 EPS 同比增速录得 13%，从去年四季度的 32%快速回落，对未来的业绩指引转弱进一步影响了后续的盈利预期。5 月第 3 周，美国排名前二的零售商沃尔玛和塔吉特公布的一季报业绩都大幅不及预期。消费作为美国经济最重要的发动机，消费股的业绩走弱加剧了衰退预期的定价。

劳动力、燃料和货运成本的上涨；高通胀持续导致“消费降级”等内需回落的迹象开始出现；去年过度补库造成的库存压力等问题都对消费巨头的业绩造成了严重冲击。这些因素都是一些广谱的利空因素，目前看来消费零售巨头可能只是首当其冲，未来这些因素对美国消费和制造的其他行业的冲击或也会逐渐显现。

5 月第 3 周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普 500 均录得跌幅。VIX 在 30 附近震荡，市场情绪动荡持续。三大美股指的风险溢价出现小幅上行：标普 500 和道琼斯的风险溢价处于中性偏高位置（处于 1990 年以来的 65%历史分位和 57%历史分位），估值中性偏便宜；纳斯达克风险溢价小幅上升至 42%分位，估值中性偏贵。

## 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