

一季度的主要交易逻辑

证券研究报告

2022年01月28日

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：1-2月资产配置报告》
2022-01-27
- 2 《宏观报告：风险定价-市场预期从
混乱踩踏进入平稳修正阶段-1月第4
周资产配置报告》2022-01-27
- 3 《宏观报告：最大的分歧在海外—
—2022 美国宏观展望-最大的分歧在
海外——2022 美国宏观展望》2022-
01-24

美股的脆弱点和超预期在分母。美股的下跌空间，未来需要观察：通胀是否持续、经济是否减速、联储是否转向鸽派叙事。

A 股的脆弱点和超预期在分子，不宜用指数来表达投资的机会。需要观察的仍然是结构变化：宽货币能否宽信用稳增长（地产基建信用）、防疫政策能否做出适应病毒变异特征的调整、细分行业的盈利能力（ROE）和产业趋势（盈利增速）能否穿越经济的中周期下行。

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

新年以来，中美市场表现出来新趋势，权益市场都出现了较大幅度的调整。

从去年 Q4 到今年 Q1，“内滞外胀”的基本格局没有变化，但核心矛盾变了——美国的核心矛盾“从胀转向紧”，而中国的核心矛盾还“停留在滞”。

去年 Q4，中美的政策都还在预期酝酿的阶段。

美国的政策预期是紧货币，但当时联储偏鸽派（把持续高通胀归因于供给侧问题和财政脉冲），试着安抚市场，市场预期联储不会过早过快收紧。中国的政策预期是稳增长，当时政策信号密集且强烈，市场预期今年政策前置、发力靠前，年初就能看到宽信用、稳增长的迹象。

今年 Q1，政策预期到了兑现阶段。

美国兑现了紧的预期，年初以来货币政策急转弯，为了对抗胀，释放出更早更快加息缩表的鹰派信号（1月上旬美联储公布的12月会议纪要明确了缩表，1月底鲍威尔答记者问也比12月要鹰派得多），市场的加息预期上的很快，对联储的紧缩定价已经非常极端。

中国没有兑现稳的预期，年初以来财政发力、宽信用、稳增长的明确基本面信号没有出现。去年四季度市场相信稳增长很快会有，扛着不跌，结果一致预期瓦解后开始补跌，进入预期混乱—踩踏—重构的阶段。（详见《一致预期开始瓦解》）

因此，一季度的主要交易逻辑发生了变化。

美股的脆弱点和超预期在分母。估值贵、赔率低，所以联储急转弯后，主要交易逻辑是杀估值，核心策略是缩短久期、低估值防御。过去1个月，2年期美债收益率上行了50bp，差不多是去年下半年的总和；高估值的纳斯达克的静态估值水平（PE-TTM）收缩了15%。当前联邦基金期货隐含了4.8次加息，标普500和道琼斯的风险溢价仍然处在中低位置（29%和14%分位），估值仍有下降空间。

美股的下跌空间，简单说就是两句话：利率会以多快的速度上涨以及将在哪里触顶？美股盈利增长能否扛住估值的收缩？未来需要观察的是：通胀是否持续、经济是否减速、联储是否转向鸽派叙事。

A股的脆弱点和超预期在分子。经济工作会议提到当前经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，特别是在年初以来地产没有企稳迹象、基建持币观望、疫情反复的状况下，市场预期转弱、缺乏信心。所以主要交易逻辑是修复预期、建立信心，核心策略是寻找高景气、强趋势和困境反转的行业。

A股的分母相对次要，虽然流动性和情绪也受到美股美债的影响，但货币主动降息、外紧内松，10年期国债利率降至2.70附近，人民币兑美元汇率稳定在6.3-6.4区间，A股估值不贵，大盘股的风险溢价处在历史中位数水平，中盘股的风险溢价处于高性价比区间。（详见每周大类资产《风险定价》系列）

A股流动性宽松、估值水平中性、经济长期向上和短期向下的弹性都不大，因此不宜用指数来表达投资的机会。需要观察的仍然是结构变化：宽货币能否宽信用稳增长（地产基建信用）、防疫政策能否做出适应病毒变异特征的调整、细分行业的盈利能力（ROE）和产业趋势（盈利增速）能否穿越经济的中周期下行。（详见《不靠政策扶持，哪些行业供给改善？》）

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36872



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn