

宏观周报 20220402

二季度资产配置三条主线

2022 年 04 月 02 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaoy@dwzq.com.cn

■ 2022 年一季度资产价格的剧烈波动，以致市场对于二季度资产的表现尚未形成一致性预期。而市场的困惑在于还没有完全消化一季度资产表现的预期差，比如年初市场对于主要资产价格的一致性预期是美股、A 股、大宗商品温和上涨、美债利率小幅回升、美元横盘，一季度实际的结果却是全球股市普跌、大宗商品暴涨、美债利率飙升，美元走强（图 1）。

■ 在我们看来，这种波动背后的预期差主要来自于地缘政治风险、美国通胀、以及中国稳增长的不确定性。比如在 2022 年初，市场预期俄乌危机下的地缘政治风险可控，但 3 月全球的地缘政治风险创下 2003 年伊拉克战争以来新高（图 2）；市场预期美联储 2022 年的加息幅度仅为 70bp，但第一季度末则高达 220bp；市场预期中国会在一季度大力稳增长，但实际的力度远未能对冲楼市疲软和新一轮疫情的冲击。

■ 展望二季度，上述三大不确定性又将对资产价格产生怎样的影响呢？我们认为从基本面和政策面的传导看，存在如下三条相对确定的主线：

■ 一是美欧经济的分化加剧，此情景下美元很能继续保持强势，大宗商品回调的空间有限。俄乌战争虽然加剧了能源危机，但与 20 世纪 70 年代不同，这场能源危机的中心是欧洲而不是美国，加上当前美国是全球主要的原油和天然气生产国，因此欧洲经济面临的滞胀风险要远远大于美国。这也就意味着美元很可能继续受益于美欧经济的分化，而强美元也将支撑美国大宗商品的进口需求，从而延缓大宗商品涨价对美国的需求破坏。

■ 二是长端美债利率的阶段性见顶，美股的成长板块有望受益。虽然一季度美债利率飙升，但我们此前的报告就指出 2.5% 附近是 10 年期美债利率的阶段性高点，理由是市场对美联储年内加息 220bp 的加息预期已经打得足够满。而参照 1994 年美联储激进加息的经验，除非美联储在 5 月和 6 月两次 50bp 加息后更加激进地加息，否则 10 年期美债利率很难进一步飙升（图 5）。而随着长端利率的见顶和收益率曲线的继续趋平，美股的成长股有望再次跑赢价值股。

■ 三是中国经济的二次探底，看多稳增长板块。2022 年一季度稳增长的不及预期导致国内的金融条件持续收紧（图 6），这种收紧向实体经济的传导无疑将加剧二季度经济的下行压力，尤其是叠加了新一轮疫情的冲击。当务之急显然是政策再度聚焦稳增长，但这很可能要等到本轮疫情得到有效控制之后，并且还有可能受到 5 至 6 月 17 个省级领导层换届的影响。因此，即便 4 月政治局会议出台更多刺激措施，但稳增长逻辑的兑现可能要等到地方换届完成后的三季度，在此期间，宽松预期的发酵仍将利好稳增长板块。

■ 在上述三条主线之外，中美潜在的地缘政治风险也可能对二季度的市场带来扰动。由于美国参议院已经批准了针对中国的《美国竞争法》，该法案的立法工作有望在 6 月完成。虽然我们并不预期中美地缘政治风险出现重大升级，但美国利用该法案加大对华企业制裁的风险仍值得警惕。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

相关研究

《为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差？》

2022-04-01

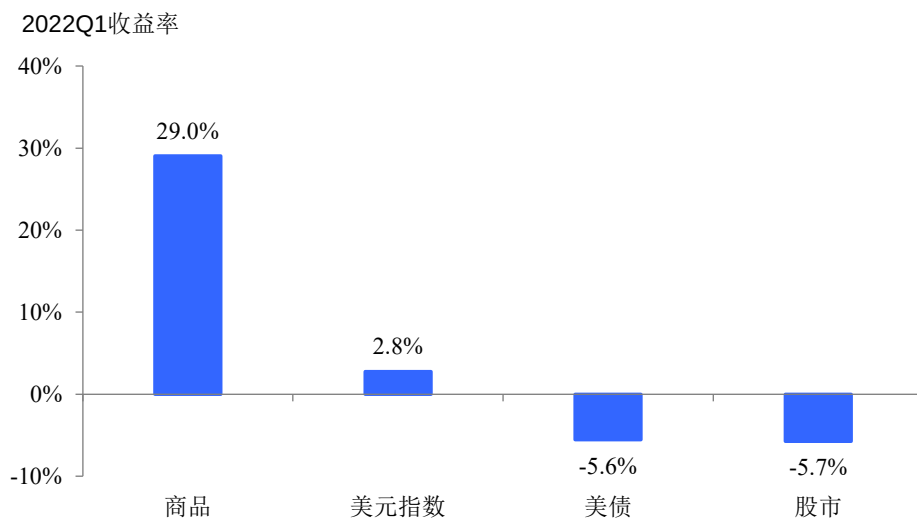
《奥秘克戎对 3 月 PMI 的冲击到底有多大？》

2022-03-31

《ESG 系列研究：GPF 剔除李宁——海外养老金频繁撤资的领域有哪三个？》

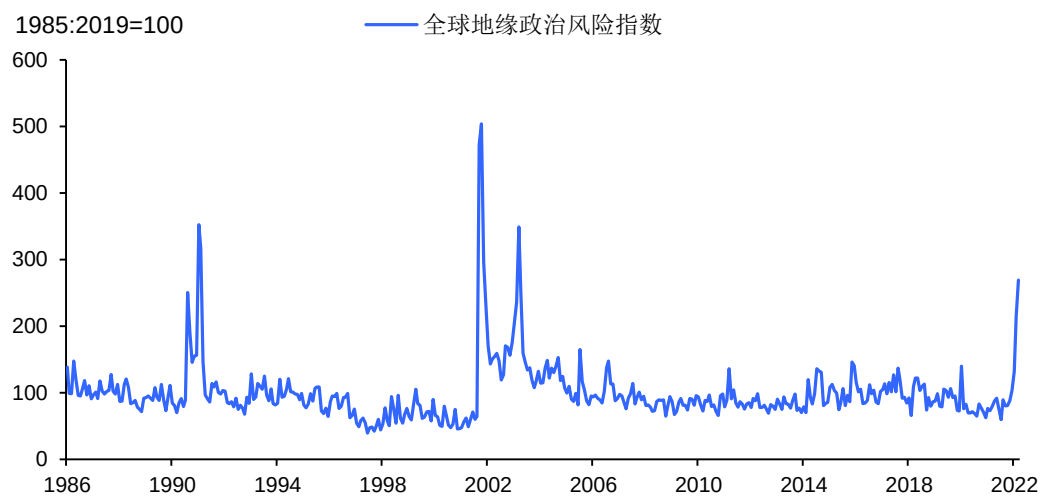
2022-03-28

图1: 2022 年第一季度大类资产表现



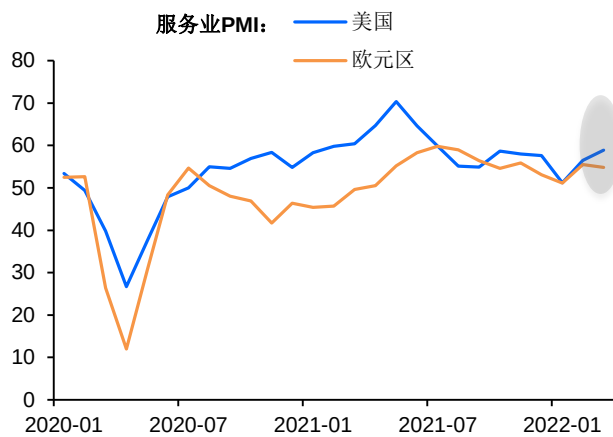
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 2022 年 3 月全球地缘政治风险的升级创下 2003 年以来新高



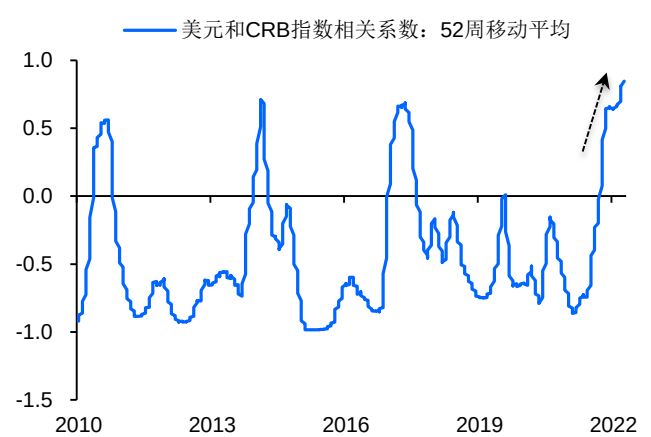
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 俄乌战争爆发后美国和欧元区经济复苏出现分化



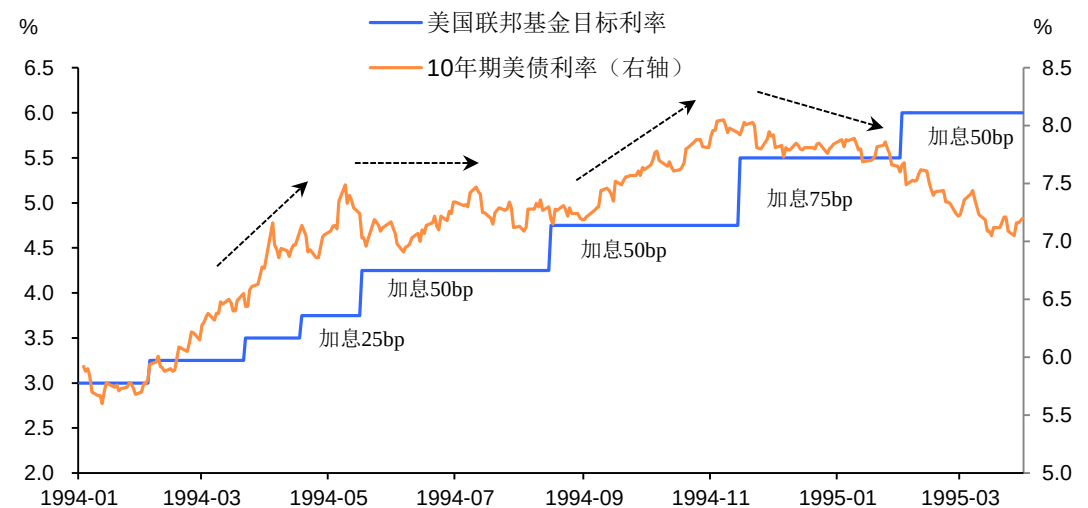
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2022年以来美元走强无碍大宗商品价格上涨



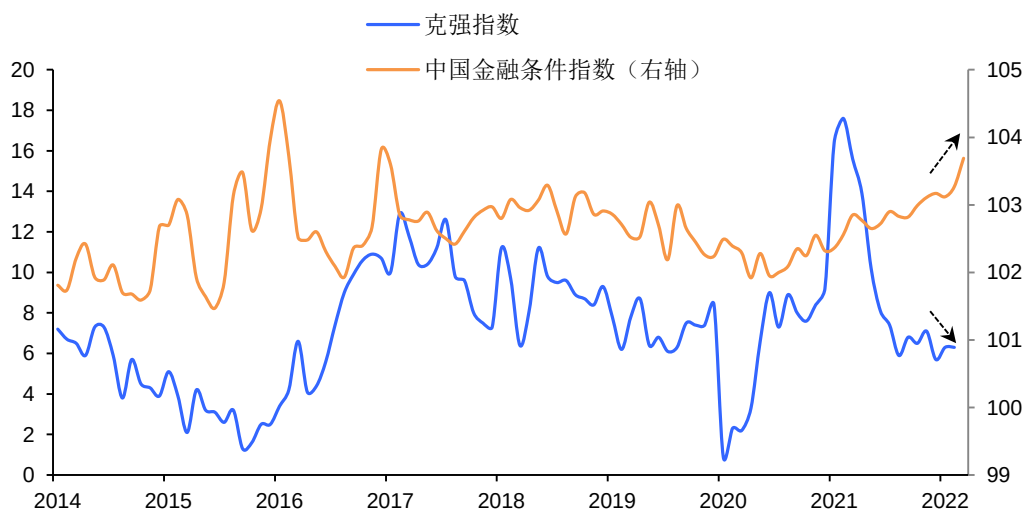
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 1994年当美联储加息从50bp转向75bp时, 美债利率才出现二次飙升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 2022 年一季度政策未能有效对冲经济下行导致金融条件持续收紧



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表1: 2022 年尚有 17 个省（直辖市、自治区）尚未完成省委换届

省委换届状态	省份（直辖市、自治区）
已换届（14 个）	安徽，河南，山西，新疆，湖南，江苏，河北，广西，福建，云南，内蒙古，西藏，江西，辽宁
未换届（17 个）	甘肃，山东，青海，广东，四川，北京，重庆，上海，天津，宁夏，吉林，浙江，湖北，海南，贵州，陕西，黑龙江

数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

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_39982

