

风险定价-疫情和联储虽负面但已定价， 市场情绪继续修复

证券研究报告

2022 年 04 月 06 日

4 月第 2 周资产配置报告

4 月第 1 周各类资产表现：

4 月第 1 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨了 1.25%，成交额 4.6 万亿元，成交额小幅回落。一级行业中，房地产、建材和消费者服务表现靠前；国防军工、通信和电子等表现靠后。信用债指数上涨 0.19%，国债指数上涨 0.18%。

4 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫情和联储虽负面但已定价，市场情绪继续修复，2 季度定价重心回归基本面

债券——市场对 2 季度降息保持观望

商品——美国超纪录释放 SPR 打压油价，但难以解决结构性短缺问题

汇率——避险情绪再次降温，美元指数高位震荡

海外——美债 2*10 一周内两次倒挂，衰退预期提前，美股赔率回到低位，二次回踩风险增加

风险提示：Omicron 致死率超预期；出口回落快于预期；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

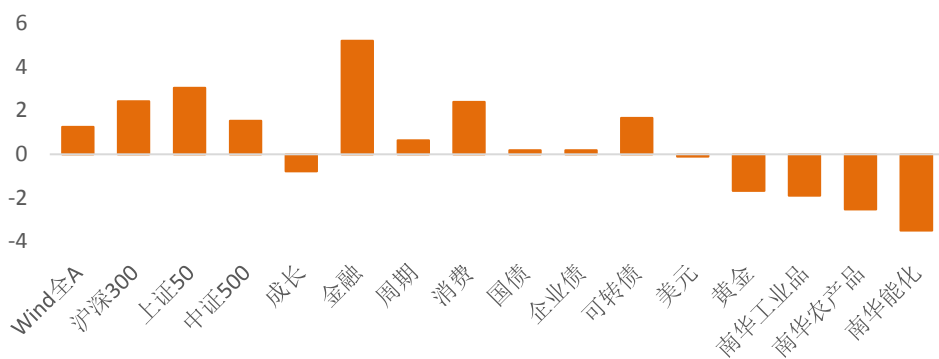
联系人

linyan@tfzq.com

相关报告

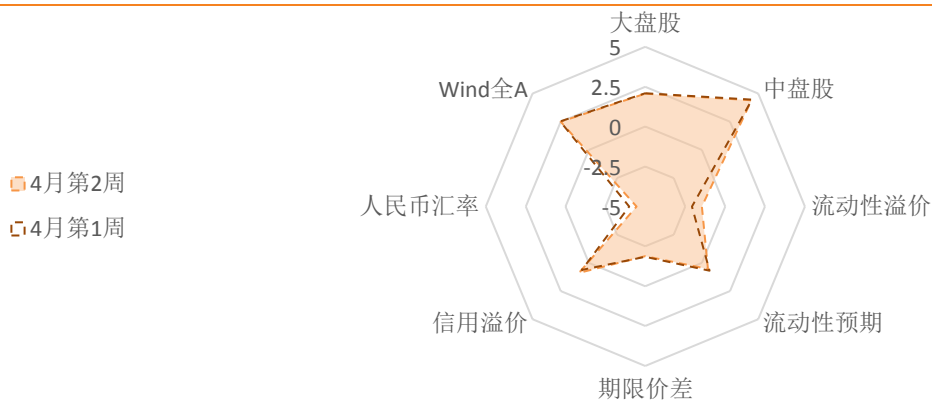
- 1 《宏观报告：美国经济能在加息中“软着陆”吗？-美国经济能在加息中“软着陆”吗？》2022-03-30
- 2 《宏观报告：风险定价-情绪最悲观时候过去，但恢复路径曲折-4 月第 1 周资产配置报告》2022-03-28
- 3 《宏观报告：海外主流 ESG 投资策略的比较与启示（天风宏观+ESG）》2022-03-28

图 1：4 月第 1 周各类资产收益率(%)



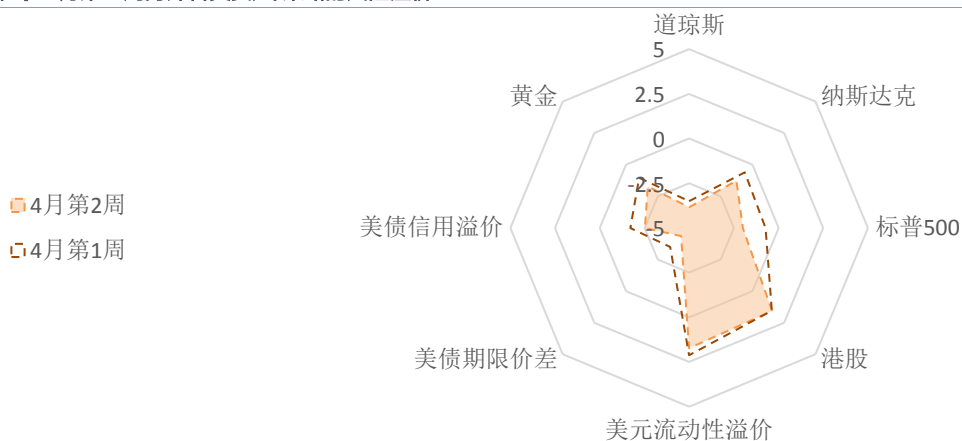
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月第 2 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 3：4 月第 2 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：疫情和联储虽负面但已定价，市场情绪继续修复，2 季度定价重心回归基本面

股票市场是根据一致预期之外的超预期因素边际定价的，虽然联储鹰派态度加码、疫

情快速发展等现实因素阻碍了市场情绪的快速修复，但仍然是前期宏观主线的线性延伸，已经被市场计价，边际影响不大。3月以来，压制市场情绪的新主线是俄乌战争引发的油价飙升和外资流出。3月最后1周，油价在冲高之后再次回落，同时北向也从3月第2周以来的净流出转为大幅净流入（229.02亿），新主线的负面影响边际缓和，情绪逐渐企稳修复。（详见《市场的两条旧主线和一条新主线》）

需要注意的是，金融市场并不具备预测并定价战争走势的能力，因此俄乌战争这条主线还将持续存在并反复影响油价，但除非出现超预期的变化（比如核战争或可能影响到中国的制裁），否则其对市场的影响也较为确定。

3月中旬以来，市场情绪见底之后保持稳定，未来市场的定价重心将回归基本面。随着一季报大幕拉开，A股进入重要的业绩窗口期。Wind数据显示，截至4月3日，共有183家公司披露2022年一季度业绩预告，162家公司预喜，预喜率87%。从板块来看，材料、资本货物、医药、软件、半导体预喜率较高。

Wind全A在连续五周下挫后首次录得涨幅（上涨1.25%）。板块指数多数回暖，金融股表现突出，收涨5.20%；消费股、周期股止跌反弹2.40%、0.64%；成长股继续小幅回调0.78%。大盘股表现略优于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）分别上涨3.04%、2.43%和1.54%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度进一步向极端超卖区间靠近（9%和8%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度迅速回落，来到历史低位（12%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：中证500>上证50>沪深300。以沪深300作为基准的A股情绪指数连续四周大幅回落，目前处于【极度悲观】水平（5%分位），大盘蓝筹的情绪持续降温。

板块指数目前都处在严重超卖的区间段内，4月第1周，周期股和成长股的短期拥挤度均由中低位置（24%分位、21%分位）快速下行至历史低位（14%分位、13%分位）；消费股和金融股的短期拥挤度处在极端超卖的区间内（10%分位、9%分位）。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>成长>消费>金融。

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已经下降至23%。一级行业中只有煤炭（90%分位）、地产（63%分位）、建筑（54%分位）三个行业交易拥挤度在中性上方；汽车、电子、家电、食品饮料和消费者服务交易拥挤度排名靠后，目前都处在5%分位以下，超卖幅度较为极端，技术上看，短期盈亏比较高。

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的风险溢价持续回升，估值处于【偏便宜】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】（87%分位），成长估值【便宜】（77%分位），消费估值【中性偏便宜】（56%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

4月第1周，北向资金周度净流入229.02亿，北向由净流出转为大幅净流入。宁德时代、紫金矿业和隆基股份净流入规模靠前。南向资金净流出39.40亿港元，恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比中性偏高。

2. 债券：市场对2季度降息保持观望

4月第1周，央行公开市场操作净投放4300亿，资金面保持平稳，跨月需求拉动下，流动性溢价较上周小幅上升（35%分位），目前处于【较宽松】水平。中长期流动性预期停留在中性位置（55%分位），反映市场对未来流动性环境的预期中性略偏紧，对短期货币宽松保持观望态度。1M与3M的FR007利率互换价格小幅上升，市场对短期降息预期定价仍在降温，6个月的FR007利率互换相较上周有所下降，市场或在预期货币政策延迟到三季度放松。

4月第1周，期限价差维持在中低位置（31%分位），久期策略性价比中性偏低。信用溢价小幅回升，目前处于中性略偏高水平（59%分位），高评级信用债估值较便宜（信用

溢价继续回升至 80%分位)，中低评级信用债估值偏贵（信用溢价上行至 39%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4 月第 1 周，债券市场的情绪小幅升温。利率债的短期拥挤度连续下行超一个月后，出现明显回升（26%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度继续小幅下行，超卖幅度较为极端（6%分位）。信用债的短期拥挤度维持在向历史较低位置（17%分位）。

3. 商品：美国超纪录释放 SPR 打压油价，但难以解决结构性短缺问题

能源品：美国宣布在未来 6 个月每天释放 100 万桶的战略石油储备释放计划，创下历史纪录，之前美国政府在去年 11 月和今年 3 月已经宣布过合计释放 8000 万桶战略石油储备。叠加俄在乌基辅附近撤军，原油的供给溢价开始回调。但是 100 万桶 SPR 不太可能弥补俄罗斯原油供给缺口（预计今年 4-12 月每天 300 万桶），也难以解决持续已久的结构性短缺问题。

4 月第 1 周，布伦特油价下跌 10.75%，回落至 105 美元/桶附近。美国原油产能利用率小幅上升，产量较上周增加 10 万桶（1170 万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回落，再创 2014 年以来新低。需要注意的是，当前对俄罗斯的经济制裁尚未实质涉及油气资源，这条线的影响从起初的“几乎不可能”逐渐变成了“等待靴子落地”，高波动、定价体系分裂、布油价格中枢上升将是未来的油价特征。

基本金属：4 月第 1 周，LME 铜全周基本收平，录得 10270 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅上行（65%分位），市场情绪较乐观。有色金属价格多数下跌，沪铝回调 1.80%，沪镍大幅下挫 17.24%。

贵金属：俄乌冲突带来的避险情绪交易再次降温，4 月第 1 周，伦敦现货金价回调 1.68%，收于 1924.78 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下行至 33%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量继续小幅上升，继续刷新去年三月以来的新高。

4 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：避险情绪再次降温，美元指数高位震荡

4 月第 1 周，美债实际利率迅速上行 6bp 至 -0.41%，近一个月（3 月 1 日至 4 月 1 日）已累计升高 49bp；美元指数上周下跌 0.24%至 98.57。离岸美元流动性溢价连续四周维持在历史高位，但没有进一步收紧，美国在岸流动性市场相对稳定，信用溢价较上周有明显的回落（25%分位），VIX 指数维持在 20 左右，避险情绪对美元指数的拉动预计告一段落。联储态度继续转鹰，5-6 月的 FOMC 存在超预期收紧的可能。但按照我们的定量测算，美债实际利率空间逐渐缩小，我们的定量模型预测 5 月美元指数的高点可能在 100-105 附近。

4 月第 1 周，美元兑人民币汇率小幅下跌 0.05%至 6.3620。人民币的短期交易拥挤度连续两周迅速回落，由上周的 41%分位下行至 19%分位，看多情绪降温到低位。中美利差继续收窄，人民币性价比下行至历史极低水平（6%分位）。受出口强劲的支撑，目前人民币币值能够保持稳定。根据 EPFR 数据显示，短期资金快速净流出之后，海外资金重新转为净流入中国市场（包括中国香港），金融市场现金流对人民币的中性偏利好。

5. 海外：美债 2*10 一周内两次倒挂，衰退预期提前，美股赔率回到低位，二次回踩风险增加

4 月第 1 周，虽然盈亏平衡的通胀预期从高位开始回落，但加息预期继续高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期从前 1 周的 9 次上升至 10 次以上，5 月加息 50bp 的概率维持在 65%以上，且 5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率上升至 64%。

4 月第 1 周，受加息预期强化的影响，实际利率继续小幅上行 6bp 至 -0.41%，根据我

们的定量模型预测实际利率上半年的高点可能在-0.3%附近；10 年期美债名义利率在通胀预期的带动下下行 10bp 至 2.38%；10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回落至 2.79%；美债期限溢价继续下调至 6%分位。

与联储紧缩预期加码相矛盾的是，美债市场的衰退预期交易愈加强烈，2Y 和 10Y 美债利率一周内倒挂两次。一直以来 2Y-10Y 利差被看作是准确预警美国经济衰退的指标之一。但是当前中短期的利率期限结构仍是正向的，3M-3Y 利率单调递增，美债整体呈现“倒 V”形的期限结构。3Y 利率较高的主要原因是中期通胀预期较高，且市场预期联储加息周期可能持续 2 年以上，因此 3Y 美债利率现在是期限曲线的高点，并与 5Y 美债利率倒挂。

3Y-5Y 倒挂也反映衰退预期正在提前，“倒 V”形的期限结构也将逐渐向完全倒挂的结构转化，衰退也许比市场预期来的更早。我们测算如果今年平均油价升至在 100 美元/桶，即使页岩油增产，经济增速也将减半至 1.5%，并可能在 2023 年接近衰退。如果油价中枢进一步上升至 120 美元以上，衰退可能在今年就到来（详见《油价 100 美元，离衰退有多远？》）

美元流动性溢价稳定在中高位置（67%分位），流动性环境持续偏紧。美国在岸流动性市场相对稳定（流动性溢价处在中性以下），离岸美元流动性溢价维持在历史高位（92%分位），但没有进一步收紧。信用溢价继续回落（25%分位），美国投机级与投资级的信用溢价近三周持续回调（11%分位和 39%分位），目前美债信用环境仍然处在宽松区间内。

4 月第 1 周，道琼斯工业、纳斯达克指数和标普 500 窄幅震荡。三大股指的风险溢价较上周明显回落：标普 500 和纳斯达克的风险溢价快速降至中低位置（30%分位、37%分位），估值偏贵；道琼斯风险溢价小幅下行（11%分位），估值贵。三大股指的 PE_TTM 基本与上周持平，债券利率的快速上行是风险溢价下降的主要原因。

去年 4 月之后，美股主要是涨业绩、消化估值，三大股指的赔率从极低水平逐渐修复。今年初，受联储明显转鹰的冲击，美股估值快速下杀，纳斯达克和标普 500 的风险溢价逐渐回归中性，同时美股 Q4 业绩仍超预期，估值有所修复。但在当前 10Y 美债利率快速走高到 2.5 的情况下，美股的赔率再次降至偏贵水平。如果未来如美债市场所预期的衰退出现，美股业绩增速大概率将出现超预期回落，目前的赔率将给美股带来二次回踩的风险。

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_39992

