

二季度的主要交易逻辑

证券研究报告

2022年04月14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：风险定价-中美利差倒挂是果不是因-4月第3周资产配置报告》2022-04-13
- 2 《宏观报告：宏观-出口是今年的胜负手》2022-04-12
- 3 《宏观报告：宏观点评-旧世界的宿命与反抗（天风宏观+ESG）》2022-04-09

二季度，国内市场定价的核心矛盾是强预期和弱现实之间的博弈。博弈意味着市场难以出现趋势和主线，而是反复震荡，消化乐观预期和悲观现实。二季度的结构配置，是“2+X”。

“2”对应的是滞胀环境下，能跑赢胀和跑赢滞的两类资产。一头在上游，缺乏长期资本开支，产能的价值重估；一头在成长，处于产业高速发展期，增速不降反升。

“X”由疫情和油价的走势决定。二季度，疫情和油价向上，受益的是医药、地产、银行、上游能源、油服，受损的是消费、中下游制造。

美国市场定价的核心矛盾是分母和分子的风险可能同时出现，陷入联储紧缩压制通胀和经济显现衰退迹象的两难，因此美股的风险更大。

结构上，分子和分母同时承压，但市场情绪还不至于悲观，因此景气度和估值比确定性更重要，能源、公用事业、消费服务、医疗、房地产等景气板块可能还有一季报公布后的资金流入，但指数会承受估值过高和收益低于预期的调整压力。

风险提示：新冠病毒致死率上升；出口回落速度超预期；美联储货币政策超预期

一季度，国内的主要矛盾在分子，年初以来地产销售塌方、基建持币观望、疫情扩散，政策没有兑现稳的预期，经济还停留在“滞”，预期走弱，情绪回落，A 股的交易逻辑是重建信心。一季度，美国的主要矛盾在分母，政策兑现了紧的预期，进入加息周期，利率快速上升，美股的交易逻辑是消化估值。（详见《一季度的主要交易逻辑》）

二季度是一季度的延伸，内外市场定价的核心矛盾没有明显变化：国内的焦点仍是分子，美国的焦点仍是分母。

市场是根据一致预期之外的边际变化来定价的，因此对市场来说，重要的不是现状，而是边际变化。

二季度，国内市场有两个重要的边际变化。

一是上海分区防控对长三角和全国经济的影响将集中在二季度显现，在坚持坚决动态清零的方针下，疫情影响的持续性、深度和广度可能超过 2020 年，二季度经济数据可能二次探底。

二是市场对对冲政策加码的预期再次上升。

二季度政策加码可能有几个发力点：第一是房地产在需求端放松“五限”，因城施策的范围进一步扩大。第二是货币政策降准降息，加大结构性再贷款的力度。第三是财政政策从“够上限”转为“兜下限”，政策抓手从基建投资转向“六保”、一揽子纾困和刺激消费等。

二季度，国内市场定价的核心矛盾是强预期和弱现实之间的博弈。博弈意味着市场难以出现趋势和主线，而是反复震荡，消化乐观预期和悲观现实。

二季度，在宽松政策（地产、货币、财政）的强预期下，情绪回升，但疫情压制和地产尚无起色的经济数据，又制约了市场的反弹空间。

股市的底部往往是政策底-情绪底-市场底-基本面底。预计二季度的市场，会在强政策预期下情绪反弹，又在弱基本面现实下二次回调。

二季度的结构配置，是“2+X”。

“2”对应的是滞胀环境下，能跑赢胀和跑赢滞的两类资产。一头在上游，缺乏长期资本开支，产能的价值重估；一头在成长，处于产业高速发展期，增速不降反升。

“X”由疫情和油价的走势决定。二季度，疫情和油价向上，受益的是医药、地产、银行、上游能源、油服，受损的是消费、中下游制造。

复杂的宏观环境下，胜率并不清晰，随时可能因环境变化而改变，因此估值和确定性比景气度更重要。

二季度，美国市场也有两个重要的边际变化。

一是紧缩进入实质性提速阶段。

虽然一季度联储的鹰派预期已经白热化，但也只不过加了 25bp。从二季度开始，加息进入实质性提速阶段。如果 5 月和 6 月的两次议息会议各加息 50bp，并叠加上限 950 亿美元的缩表，短端利率会开始上升。

在高油价的助推下，联储出于对公信力的维护，选择先解决“胀”，再解决“滞”。由于这次联储大幅落后于通胀曲线，不排除未来更鹰，缩表节奏更快（这可能是市场目前还没有完全定价的），甚至经济出现衰退迹象也没有及时转为谨慎，那么美债利率可能超调至 2.5-3.0%。

二是美国经济衰退的预期正在增强。

过去 30 年，美债 2 年和 10 年利率的 5 次倒挂，对应了 5 次著名的危机。除了 98 年与 19 年外，其余三次，联储都在倒挂发生后 3-6 个月停止了加息。（详见《五问五答》

美债利率倒挂意味着什么? 》)

目前重要的美国经济数据均已回落(消费、投资、地产),最新的核心通胀环比低于预期,反映居民实际可支配收入和实际消费力正在被过度透支和被高油价蚕食,密歇根消费者信心指数低迷,地产投资增速已经转负,非住宅投资增速大概率进入下行周期。(详见《美国经济能在加息周期中软着陆吗》)

二季度,美国市场定价的核心矛盾是分母和分子的风险可能同时出现,陷入联储紧缩压制通胀和经济显现衰退迹象的两难,因此美股的风险更大。

既要用加息压制通胀,又要实现经济“软着陆”,大概率希望渺茫。虽然联储还不需立即做出选择,可以继续保持鹰派立场并观察核心通胀、经济增速以及金融市场的变化,但最终将从对抗通胀转向对抗衰退,转向只是时间问题。

二季度,美股分子的重要性上升,随着衰退的逐渐临近,盈利开始出现预期差,此时利空才开始兑现。尽管分母的短期路径上存在超预期紧缩的可能,但在紧缩周期中,美债利率的快速上升吸引了资金回流,美元强势将会延续,美股在全球权益市场中相对压力最小。

结构上,分子和分母同时承压,但市场情绪还不至于悲观,因此景气度和估值比确定性更重要,能源、公用事业、消费服务、医疗、房地产等景气板块可能还有一季报公布后的资金流入,但指数会承受估值过高和收益低于预期的调整压力。

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_40424



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn