

风险定价-人民币汇率可能出现关键走贬

证券研究报告

2022 年 04 月 20 日

4 月第 4 周资产配置报告

4 月第 3 周各类资产表现：

4 月第 3 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 2.46%，成交额 4.5 万亿元，日均成交额与上周持平。一级行业中，煤炭、消费者服务和食品饮料表现靠前；国防军工、电力设备及新能源和综合金融等表现靠后。信用债指数上涨 0.15%，国债指数上涨 0.07%。

4 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——上海疫情对供应链的影响没有明显缓解

债券——流动性环境维持极度宽松状态

商品——多空交织，油价维持高波动

汇率——美债实际利率接近转正，人民币汇率可能出现关键走贬

海外——核心通胀环比增速持续回落，预示美债利率正位于顶部

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

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

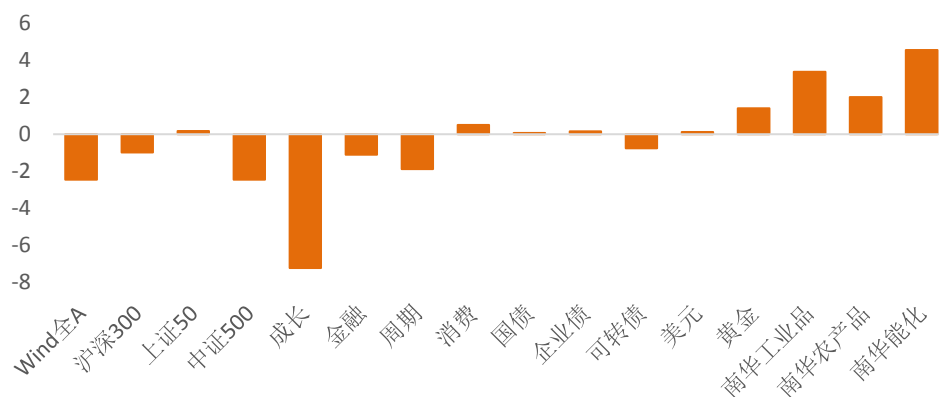
相关报告

1 《宏观报告：美国经济能承受多少加息》2022-04-18

2 《宏观报告：二季度的主要交易逻辑》2022-04-14

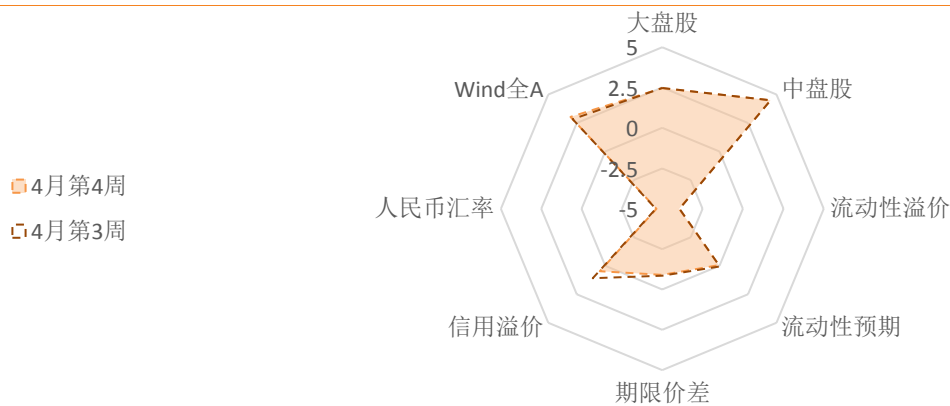
3 《宏观报告：风险定价-中美利差倒挂是不是因-4 月第 3 周资产配置报告》2022-04-13

图 1：4 月第 3 周各类资产收益率(%)



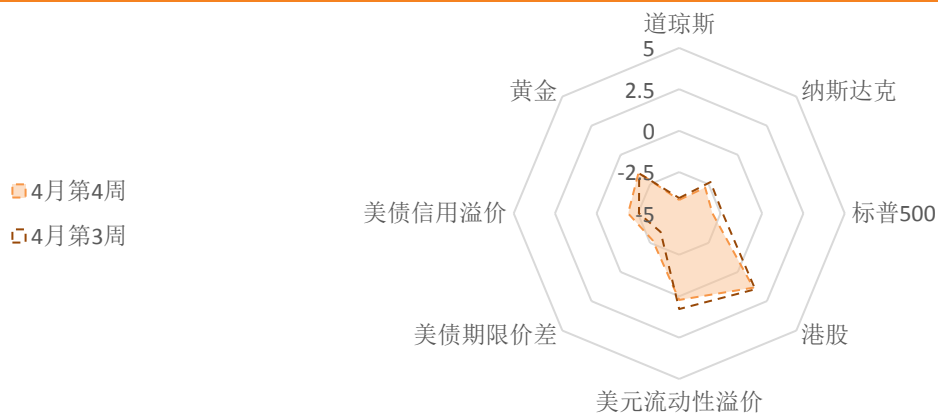
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 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 3：4 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。

1. 权益：上海疫情对供应链的影响没有明显缓解

经济方面，核心是上海疫情对供应链的影响。根据克拉克森研究的数据显示，上海港

的集装箱船在港数量于 3 月中下旬攀升，最高值较月初增长约 14%；但经过快速运营调整，近期上海港集装箱船在港数量已回落至常态。不过较严格的管控可能导致进出港的陆路运输仍然存在堵点。整车货运指数虽处在低位，但已开始小幅回暖至四月初水平，国内执行航班数量继续下滑。整体来看，上海疫情对供应链的短期压力没有明显缓解。

政策方面，4 月 15 日央行宣布降准但没有降息，流动性已经足够充裕，货币放松效果需要依赖信用扩张，但疫情和房地产仍然是约束乘数的主要因素。后续就业纾困等对冲政策加码的必要性较高。

A 股市场仍处在下行通道，Wind 全 A 回调 2.46%。成长股领跌，大幅回落 7.25%，金融股和周期股小幅收跌 1.10%、1.90%，消费股止跌回弹上调 0.50%。大盘股表现持续占优，中盘股，大盘股（上证 50 和沪深 300）表现与上周基本持平，中盘股（中证 500）下跌 2.46%（见图 1）。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度出现小幅反弹（20%和 15%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度维持在历史低位（15%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证 50>中证 500>沪深 300。以沪深 300 作为基准的 A 股情绪指数较上周出现明显回升，情绪回温至【较悲观】水平（20%分位）。

4 月第 3 周，金融股的短期的拥挤度走出极端超卖区间（36%分位），周期股和消费股的短期拥挤度出现小幅回升（19%分位和 21%分位）；成长股的短期拥挤度仍处在下行通道，目前超卖幅度较为极端（9%分位）。短期拥挤度从高到低的排序是：金融>消费>周期>成长。

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维持在 24%分位。一级行业中只有煤炭（95%分位）、地产（85%分位，继续上升 8%分位）、建筑（62%分位）、农林牧渔（51%分位）四个行业交易拥挤度在中性上方；汽车、电子、电新、机械、计算机、食品饮料、国防军工和家电交易拥挤度排名靠后，持续处在 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 的风险溢价小幅上行，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】（89%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（82%分位），消费估值【中性偏便宜】（61%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

4 月第 3 周，北向资金周度由净流出转为小幅净流入 28.78 亿，贵州茅台、中国建筑和阳光电源净流入规模靠前。南向资金净流入 56.36 亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比中性偏高。

2. 债券：流动性环境维持极度宽松状态

4 月 15 日，央行降准 0.25%，同时对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5%的农商行再多降准 0.25%，共计释放长期资金约 5300 亿元。0.25%的降准幅度是首次，但考虑到这次降准没有提到置换 MLF 到期，净投放量仍然可观。央行提到的后续货币约束有联储处于紧缩周期和国内通胀高于预期两个因素。未来货币政策仍有降息的空间，在出口走弱之前，贸易盈余仍然支撑人民币汇率维持强势，给货币政策以我为主的底气。3 月社融总量略超预期，但结构仍然较差，冲量痕迹明显，短期信用扩张的主要约束仍在疫情上。

4 月第 3 周，央行公开市场操作净投放 200 亿，资金面保持平稳，**流动性溢价维持在低位（10%分位），目前处于【极宽松】水平。**中长期流动性预期停留在中性位置（50%分位），反映市场对未来流动性环境的预期中性，对货币进一步宽松保持观望态度。4 月第 3 周，1M 与 3M 的 FR007 利率互换价格继续回落，随着疫情影响的深化，对二季度降息预期逐渐增强。

4 月第 3 周，期限价差仍处于中位数下方（41%分位），久期策略性价比中性略偏低。

信用溢价小幅回落至中位数附近（55%分位），高评级信用债估值较便宜（信用溢价回落至73%分位），中低评级信用债估值偏贵（信用溢价维持37%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4月第3周，债券市场的情绪持续升温。利率债的短期拥挤度连续三周大幅回升，目前已经来到中位数附近（48%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度有所反弹，但超卖幅度仍较为极端（14%分位）。信用债的短期拥挤度上行至中低位置（29%分位）。

3. 商品：多空交织，油价维持高波动

能源品：IEA 预估4月俄罗斯原油减量150万桶/日，5月将增加到300万桶/日。部分贸易商例如 Vitol 后期也会逐步减少对俄罗斯原油的进口量。俄乌冲突延续，欧盟可能制裁俄罗斯原油使市场对供给的担忧情绪持续，国际油价上涨。

4月第3周，布伦特油价大幅收涨8.64%，油价重回110美元/桶上方。美国原油产能利用率小幅下降，产量与上周持平（1180万桶/天），原油库存（不含战略储备）虽仍处2014年以来低位，但绝对水平仍在小幅回升。**美国政府宣布结束长达15个月的租赁禁令，恢复在联邦土地上进行油气钻探开采的租契销售。**EIA下调全年的原油需求预期。

俄乌战争对俄罗斯油气出口的影响仍在“等待靴子落地”，高波动、定价体系分裂、布油价格中枢上升成为油价的阶段特征。

基本金属：4月第3周，LME铜全周基本收平，录得10332美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度明显回落（60%分位），市场情绪中性偏乐观。有色金属价格多数上涨，沪铝收涨1.99%，沪镍止跌回弹，大幅上行9.91%。

贵金属：4月第3周，伦敦现货金价小幅上涨1.41%，收于1974.4美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度维持35%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量出现明显回落。

4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：美债实际利率接近转正，人民币汇率可能出现关键走贬

4月第3周，10年期美债实际利率迅速上行9bp至-0.06%，这也是疫情爆发以来首次接近转正。**我们的实际利率模型预测，如果年内美联储加息六次以上（每次25bp），10Y TIPS 利率可能升至0.3%。**实际利率的快速上升对高金融属性资产（成长股、数字货币、黄金）价格形成抑制，对非美货币的汇率形成冲击。

美元指数强势上涨0.68%，升破100美元关口，创2020年4月以来新高。避险情绪逐渐降温之后，实际利率上升为美元指数的强势提供了持续的支撑。联储落后通胀曲线较多，5-6月的FOMC存在超预期收紧的可能。**我们的美元模型预测5月底之前美元指数的高点可能在100-105附近。**

4月第3周，美元兑人民币汇率小幅上行0.12%至6.3711。人民币的短期交易拥挤度维持在13%分位，看多情绪降温到低位。人民币性价比下行至历史极低水平（4%分位），处在2008年以来的最低位置。

经常账户盈余是支撑前期人民币汇率稳定的关键因素，如果在内外疫情防控策略差异下，出口份额回落，人民币汇率可能出现关键走贬。中美利差倒挂只是中美货币政策和经济周期错位的结果，不是决定汇率走势的原因。

图 4：如果在内外疫情防控策略差异下，出口份额回落，人民币汇率可能出现关键走贬



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 海外：核心通胀环比增速持续回落，预示美债利率正位于顶部

3 月美国 CPI 同比录得 8.5%，再次创新高。通胀高企的主要贡献仍是受俄乌冲突影响较大的能源价格。3 月核心通胀环比增速连续下降（环比 0.3%，前值 0.5%），其中核心商品的价格环比下降较快（环比-0.4%，前值 0.4%）。剔除能源和食品后的商品价格走弱体现：一是油价对其他商品需求的挤占开始显现；二是供应链问题在 Omicron 疫情结束后已经有所缓解。

CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期有小幅下降，但仍维持在 10 次左右，5 月加息 50bp 的概率由前一周的 81% 上升至 91%，5-6 月两次加息会议加息 100bps 的概率进一步推升至 68.7% 附近。

4 月第 3 周，10 年期美债名义利率在实际利率的推动下继续上行 11bp 至 2.83%；10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回升至 2.89%；美债期限溢价连续两周小幅走高（23%分位），4 月初，2Y*10Y 国债一度倒挂，目前已经重新走阔到近 40bps，主要是长端受缩表预期的增强而走高。

美元流动性溢价在在岸流动性的带动下进一步回落（52%分位），流动性环境向中性靠近。美国在岸流动性市场明显放松（流动性溢价迅速回落至极低位置），离岸美元流动性溢价维持在历史高位（91%分位），但已有所松动。信用溢价小幅上行（31%分位），美国

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_40638

