

风险定价-人民币进入中期贬值通道

证券研究报告

2022 年 04 月 25 日

4 月第 5 周资产配置报告

4 月第 4 周各类资产表现：

4 月第 4 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 4.76%，成交额 4.0 万亿元，日均成交额迅速下滑。一级行业中，纺织服装、电力及公用事业和食品饮料表现靠前；有色金属、钢铁和房地产等表现靠后。信用债指数上涨 0.05%，国债指数下跌 0.14%。

4 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——汇率与价值股相关性更高

债券——贬值压缩货币宽松空间，短端利率可能调整，久期策略性价比大幅提升

商品——定价逻辑逐渐从供给扰动转向季节性需求减弱

汇率——人民币汇率或进入中期贬值通道

海外——加息预期和通胀预期交易都已经非常极致，美股的脆弱性在分子

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

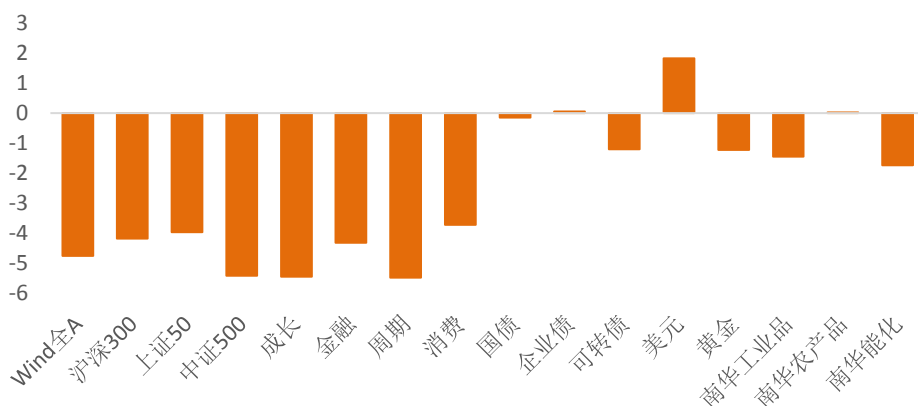
相关报告

1 《宏观报告：4 月资产配置报告》
2022-04-23

2 《宏观报告：风险定价-人民币汇率可能出现关键走贬-4 月第 4 周资产配置报告》2022-04-20

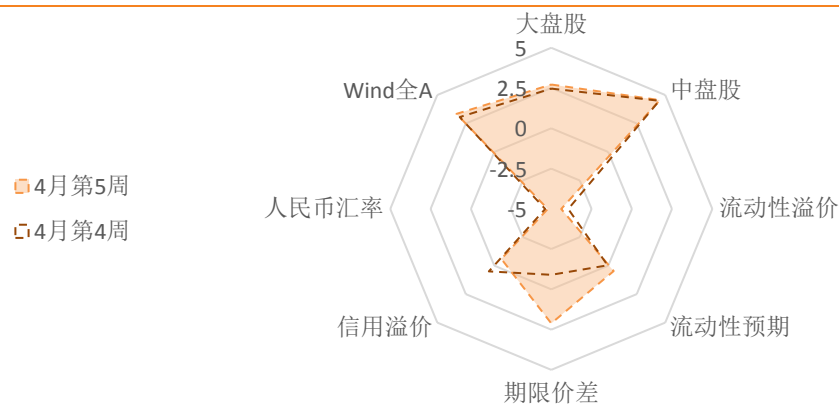
3 《宏观报告：宏观-“兜底”比“摸高”更重要——1 季度数据的几点理解》2022-04-20

图 1：4 月第 4 周各类资产收益率(%)



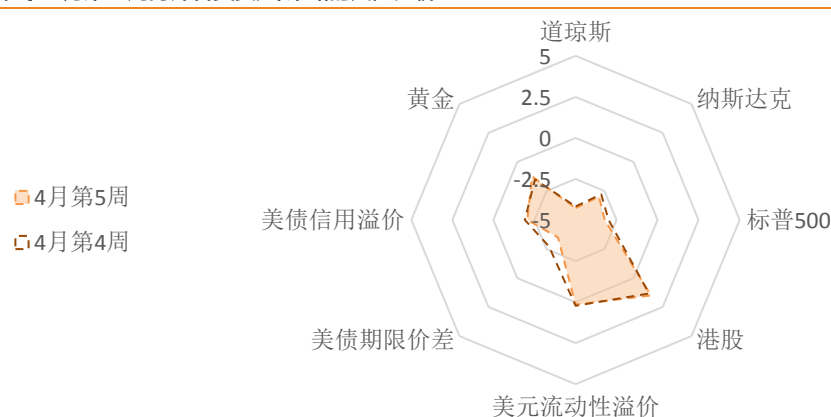
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月第 5 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 5 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：汇率与价值股相关性更高

汇率贬值对价值股的影响更直接。一方面，汇率是果不是因，短期快速贬值反映了

“疫情-供应链-出口”链条的预期出现边际转弱，与经济预期相关的价值股首当其冲。另一方面，快速被动贬值可能带来配置资金流出，又加剧贬值速度，影响外资持仓占比高的消费、金融等板块。国内“疫情-供应链-出口”和海外“加息/缩表-美债利率-美股”既是影响当前市场也是影响人民币汇率的主要因素，一旦内外因素发生边际变化，汇率拐点和市场底可能同时出现。

4月第4周，Wind全A下跌4.76%。板块指数全线回调，周期股、成长股、金融股和消费股大幅回落5.50%、5.47%、4.33%和3.74%。大盘股跌幅略小于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）分别收跌3.97%、4.19%和5.43%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度继续回升（28%和19%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度维持在历史低位（16%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>沪深300>中证500。以沪深300作为基准的A股情绪指数连续两周出现明显回升，情绪回温至【中性偏悲观】水平（34%分位）。

4月第4周，金融股的短期的拥挤度持续两周反弹，目前已经来到中位数附近（52%分位），周期股和消费股的短期拥挤度出现小幅回升（23%分位和26%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（6%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22%分位。一级行业中只有煤炭（94%分位）、地产（85%分位）、建筑（58%分位，下行4%分位）三个行业交易拥挤度在中性上方；国防军工、机械、计算机、通信、电力设备及新能源、汽车和电子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。成长和消费的风险溢价均大幅上升，金融估值维持【很便宜】（89%分位），周期估值【很便宜】（93%分位），成长估值【很便宜】（88%分位），消费估值【中性偏便宜】（65%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4周，北向资金周度小幅净流入4.45亿人民币，贵州茅台、宁德时代和长江电力净流入规模靠前。南向资金净流入22.30亿港元，恒生指数的风险溢价小幅上升，性价比中性偏高。

2. 债券：贬值压缩货币宽松空间，短端利率可能调整，久期策略性价比大幅提升

央行在宣布降准时提到了后续货币约束受联储紧缩和国内通胀两个约束。人民币贬值直接压缩货币政策的宽松空间。利率债的月度胜率从去年7月以来的中高水平首次降至中性偏低水平，值得重视。（详见《4月资产配置报告》）但是在疫情和地产的双重影响下，汇率贬值带来的债券调整空间预计有限。

4月第4周，央行公开市场操作净回笼100亿，资金面保持平稳，**流动性溢价维持在低位（6%分位），目前处于【极宽松】水平。**中长期流动性预期小幅上升至中性位置（55%分位），反映市场对未来流动性环境的预期中性。4月第4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，市场对二季度降息预期有所增强。

4月第4周，**期限价差从中位数下方迅速上行至中高位置（71%分位），久期策略性价比提升明显。**信用溢价持续回落至中位数下方（44%分位），高评级信用债估值中性偏贵（信用溢价降至57%分位），中低评级信用债估值偏贵（信用溢价下调至31%分位），评级利差快速收敛至历史较低位置。

4月第4周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债的短期拥挤度连续四周大幅回升，目前已经来到中位数上方（57%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（16%分位）。信用债的短期拥挤度处于迅速上行趋势，回升至中性位

置（43%分位）。

3. 商品：定价逻辑逐渐从供给扰动转向季节性需求减弱

能源品：俄乌冲突仍然局势不明，能源品定价逻辑或逐渐从供给扰动转向季节性需求减弱。供给方面，德国明确俄油进口禁令的时间表，部分欧洲国家明确考虑将会使用卢布进行对俄的天然气交易，天然气供给溢价有所下降。需求方面，油气进入能源品需求淡季，欧洲用电需求开始下降。中国长三角地区的疫情封控也减少了中国石油消费需求。

4 月第 4 周，布伦特油价高位回落，收跌 5.35% 至 105.72 美元/桶。美国原油产能利用率与上周持平，产量较上周增加 10 万桶（1190 万桶/天），原油库存（不含战略储备）明显降低，刷新 2014 年以来的新低。

基本金属：4 月第 4 周，LME 铜全周收跌 2.38%，录得 10069 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度与上周持平（61%分位），市场情绪中性偏乐观。有色金属价格多数回调，沪铝、沪镍分别下跌 1.28%、3.39%。

贵金属：4 月第 4 周，伦敦现货金价震荡下行 2.20%，收于 1930.9 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持 38%分位，市场情绪偏中性偏悲观。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量再度回升，刷新去年三月以来的新高。

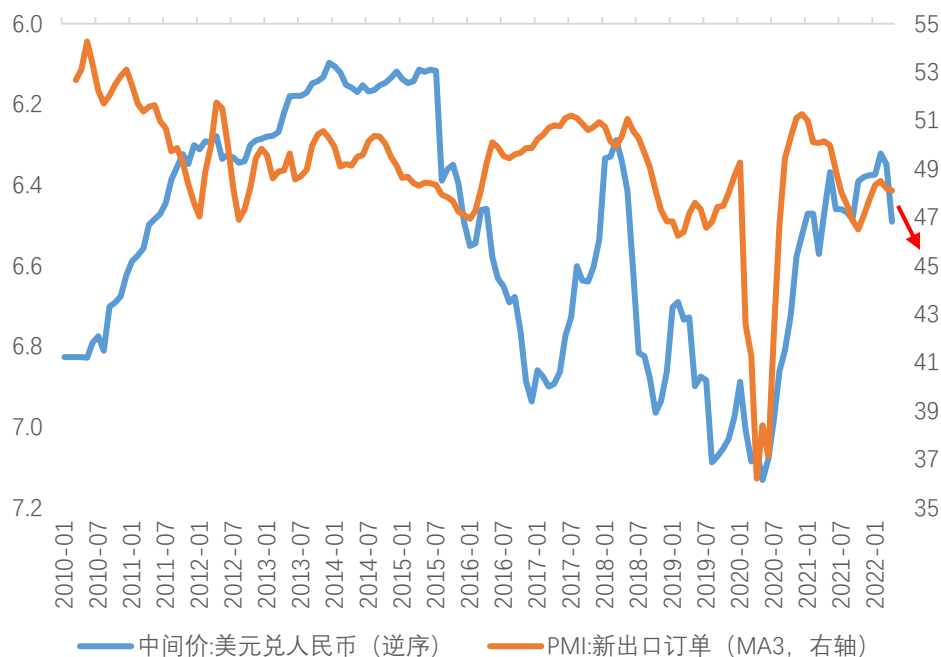
4 月第 4 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：人民币汇率或进入中期贬值通道

4 月第 3 周，10 年期美债实际利率周内冲高回落，下行 2bp 至 -0.08%。目前 5Y、7Y 与 10Y TIPS 利率分别处在历史 21%、20%与 18%分位，实际利率仍有回升空间。**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。美元指数再度强势上涨 0.60% 至 101.12 美元，创下 2020 年 4 月以来的新高。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。**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 4 周，人民币贬值开始加速，美元兑人民币（在岸）累积上行 2.05% 至 6.5016。国内防疫形式仍然焦灼，城市拥堵延时指数、地铁客运量、航班执行架次小幅回升，显示私人出行和公共交通稍有改善；观影人次没有改善，暗示接触性消费尚未修复。疫情造成的物流堵点仍然存在，短期内进出口货物的生产和运输出现一定扰动，东南亚国家走出疫情恢复复产，过去一年多支撑人民币强势的经常账户盈余可能逐渐收缩，前期中美经济和货币政策周期错位造成的贬值压力进入泄压期。

图 4：支撑人民币强势的经常账户盈余可能逐渐收缩



资料来源：Wind，天风证券研究所

4 月第 4 周，美元兑人民币汇率迅速走强，上行 2.05% 至 6.5016。人民币的短期交易拥挤度维持在 12% 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（2% 分位），处在 2008 年以来的最低位置。

5. 海外：加息预期和通胀预期交易都已经非常极致，美股的脆弱性在分子

目前 5Y、7Y 与 10Y 的盈亏平衡通胀预期分别处在历史 99.6%，99.7% 与 99.9% 分位，10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）回升 9bp 至 2.98%，金融市场的通胀预期交易已经非常极致。4 月 22 日的 CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期重新上升，加上 3 月已经加息的一次，全年达到了 10.76 次，5 月加息 50bp 的概率由前一周的 91% 上升至 100% 附近，5-6 月两次加息会议加息 125bps 的概率进一步上升至 91.1%。

4 月第 4 周，10 年期美债名义利率在通胀预期的推动下继续上行 7bp 至 2.90%；美债期限溢价小幅回落（15% 分位）；美元流动性溢价维持在中位数附近（52% 分位）。尽管美国已经进入了加息周期且紧缩预期极高，但在岸流动性溢价处于极低水平。离岸美元流动性溢价维持在历史高位（91% 分位），海外金融环境处于收紧状态，对非美市场不利。信用溢价较上周基本持平（29% 分位），美国投机级与投资级的信用溢价走势分化（16% 分位）。

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_40807

