

风险定价-权益短期和中期的性价比都很高

证券研究报告

2022 年 05 月 11 日

5 月第 2 周资产配置报告

4 月第 5 周至 5 月第 1 周各类资产表现：

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 2.89%，成交额 6.1 万亿元，日均成交额小幅回落。一级行业中，国防军工、家电和建筑表现靠前；非银行金融、综合金融和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨 0.20%，国债指数上涨 0.18%。

5 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——短期和中期的性价比都很高

债券——汇率走贬后，货币宽松预期快速下降

商品——需求进入淡季，油价维持震荡

汇率——美元指数可能在 7 月份升破 110

海外——美股开始定价衰退预期

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；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

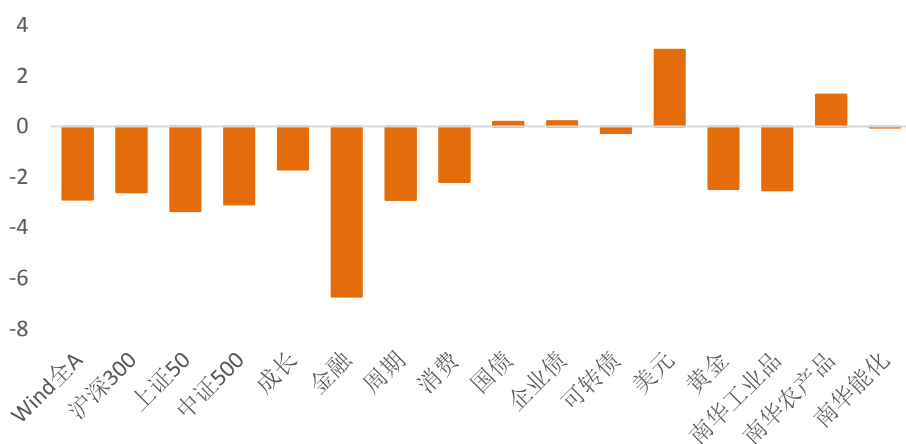
相关报告

1 《宏观报告：加息预期或已过了最鹰的时候》 2022-05-06

2 《宏观报告：长三角调查系列 2：哪些产业可能更快复工复产》 2022-05-05

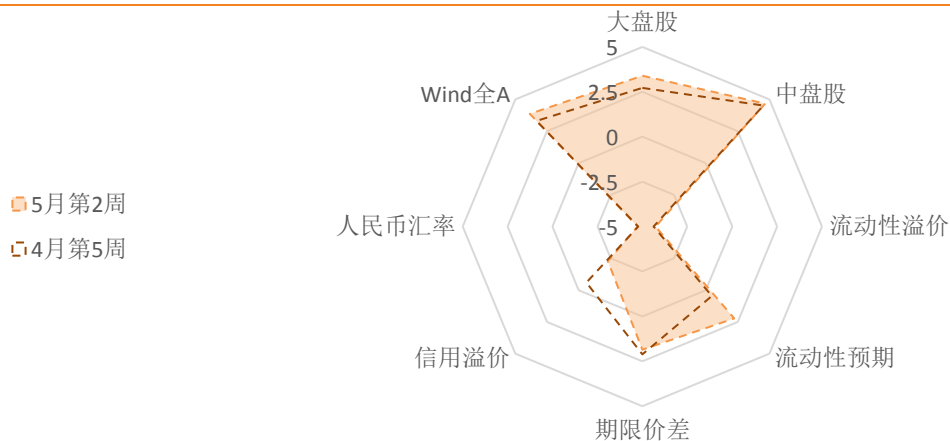
3 《宏观报告：汇率和股市是什么关系？》 2022-04-30

图 1：4 月第 5 周各类资产收益率(%)



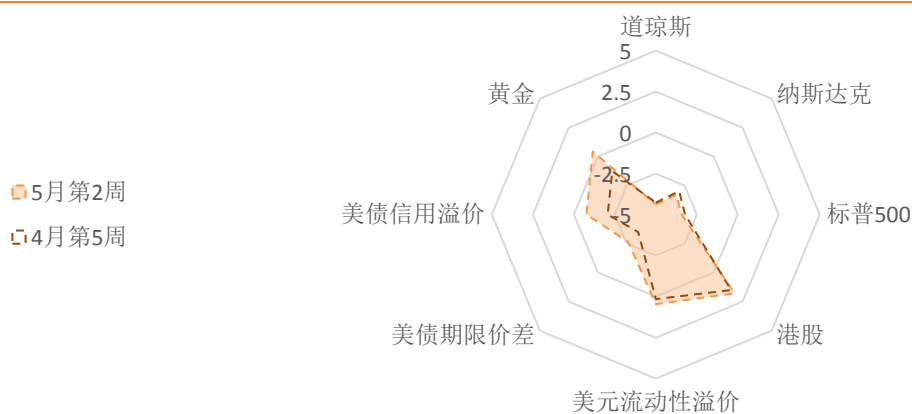
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5 月第 1 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 3：5 月第 1 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：短期和中期的性价比都很高

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，Wind 全 A 收跌 2.89%，跌幅放缓。板块指数全线回调，金融股领跌，下行 6.72%，周期股、消费股和成长股继续回落 2.90%、2.19%和 1.70%。大盘股和中盘股均出现录得跌幅，大盘股（上证 50 和沪深 300）、中盘股（中证 500）收跌 3.25%、2.60%和 3.08%（见图 1）。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度仍处上行通道（32%和 21%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度小幅回落，维持在历史低位（11%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。

5 月第 1 周，金融股和周期股的短期拥挤度出现小幅回落（45%分位、17%分位）；消费股的短期的拥挤度与上周基本持平（23%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（3%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进一步下降到 15%分位。一级行业中只有煤炭（86%分位）、地产（60%分位）两个行业交易拥挤度在中性上方。医药、基础化工、传媒、轻工制造、国防军工、计算机、机械、通信、电力设备及新能源、汽车和电子等行业交易拥挤度排名靠后，交易拥挤度处在 5%分位以下，超卖幅度较为极端，短期盈亏比较高。

宽基指数与板块指数的风险溢价明显上升，均进入便宜区间。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】（93%分位），周期估值【很便宜】（96%分位），成长估值【很便宜】（96%分位），消费估值【较便宜】（70%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期≈成长>金融>消费。

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，北向资金周度小幅净流入 27.52 亿人民币，贵州茅台、美的集团和格力电器净流入规模靠前。南向资金净流入 43.38 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：汇率走贬后，货币宽松预期快速下降

近两周央行公开市场操作净回笼 300 亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在低位（7%分位），目前处于【极宽松】水平。中长期流动性预期迅速上行至中位数上方（72%分位），汇率大幅贬值后，市场对未来一年流动性宽松的预期快速下降。4 月第 4 周，1M 与 3M 的 FR007 利率互换价格与前期持平，市场对二季度降息预期与上期持平。

5 月第 1 周，期限价差维持在中高位置（69%分位），久期策略性价比比较高。信用溢价明显回落，目前来到中低位置（27%分位），不同信用等级的溢价下降幅度基本相同，高评级信用债估值中性偏贵（信用溢价降至 40%分位），中低评级信用债估值较贵（信用溢价降至 14%分位），评级利差维持在历史较低位置。

5 月第 1 周，债券市场的情绪回温。利率债的短期拥挤度近两个月连续回升，目前已经来到中高位置（61%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度有所反弹，逐渐走出超卖区间（26%分位）。信用债的短期拥挤度处于迅速上行趋势，回升至中位数上方（61%分位）。

3. 商品：需求进入淡季，油价维持震荡

能源品：欧盟对俄石油禁运或将落地，计划在 6 个月内完全退出对俄罗斯原油及成品油的进口。本周 OPEC 五月会议宣布维持小幅增产计划，美国也仍在抛储，但两者不足以弥补欧盟对俄罗斯制裁带来的缺口。能化品的需求进入淡季，但难以对冲供给端缺口，油价整体维持高位震荡。

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，布伦特油价震荡走强，收涨 6.66%至 113.22 美元/桶。美国原油产能利用率小幅回落，产量与两周前持平（1190 万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续下降，刷新 2014 年以来的新低。

基本金属：近两周，LME 铜迅速走弱，收跌 7.14%，录得 9388 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度较两周前大幅回落（33%分位），市场情绪较悲观，2020 年 6 月以来首次下降到 35%分位以下。基础金属价格多数回调，沪铝、沪镍分别下跌 9.11%、10.33%，与美股一样，基础金属也逐渐开始定价全球的衰退预期。

贵金属：4 月第 5 周至 5 月第 1 周，伦敦现货金价震荡下挫 2.48%，收于 1883 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度回升至 54%分位，市场情绪偏中性。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量维持在新去年三月以来的高位。

5 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：美元指数可能在 7 月份升破 110

10 年期美债实际利率迅速上行 34bp 至 0.26%，4 月 29 日回正，**我们的实际利率模型预测，如果美联储加息至 150-175bp，10 年期美债实际利率将升至 0.3%**。实际利率的快速上升将继续抑制成长股、数字货币、黄金的价格，并冲击非美货币汇率。美元流动性溢价维持在中位数附近（55%分位），在岸美元流动性溢价维持在较低位置，而**离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（91%分位）**。海外金融环境处于收紧状态，对非美市场不利。美元指数升至 103.67 美元，创 2002 年以来的新高，避险情绪逐渐降温后，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 7 月底之前美元指数的可能站上 110。**

4 月第 5 周至 5 月第 1 周，人民币贬值开始加速，美元兑人民币（在岸）累积上行 2.74%至 6.6651。人民币的短期交易拥挤度下行至 3%分位，看多情绪降至冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（2%分位），处在 2008 年以来的最低位置。人民币汇率的第一目标位是回到 2020 年出口红利期之前的汇率水平（即 6.8 左右），如果疫情进一步持续冲击供应链和出口环境，人民币汇率的第二目标位是回到 2020 年疫情之前的汇率水平（即 7.0 以上）。从历史规律来看，汇率走贬都不是一蹴而就的，人民币进入中期贬值通道。（详见《汇率和股市是什么关系？》）

5. 海外：美股开始定价衰退预期

5 月第 1 周，10/30 年期美债突破重要关口或者债券期货抛售导致的资金撤退可能引发了美债的技术性调整。按照目前两年一共加息 325bp 的市场预期，2 年期美债利率最终将到 3%，如果市场开始定价衰退，那么长短端会发生倒挂，3%已经是美债长端收益率的阶段高点。如果看半年时间，3%是美债长端利率对紧缩充分定价的顶部中枢，加息预期和美债利率的方向是回落。美债期限溢价较上周小幅上行（24%分位）。信用溢价迅速回升至中位数下方（42%分位），美国投机级与投资级的信用溢价均出现上行（38%分位和 49%分位），目前美债信用环境较前期明显收紧。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》）

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_41612

