

风险定价-人民币汇率走贬接近第一目标位

证券研究报告

2022 年 05 月 19 日

5 月第 3 周资产配置报告

5 月第 2 周各类资产表现：

5 月第 2 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 3.51%，成交额 4.2 万亿元，日均成交额小幅回落。一级行业中，汽车、综合和电力设备及新能源表现靠前；石油石化、煤炭和银行等表现靠后。信用债指数上涨 0.25%，国债指数上涨 0.17%。

5 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——常态化防疫初见曙光，市场情绪弱恢复

债券——社融不及预期，市场可能早有预料

商品——基础金属进一步定价衰退预期

汇率——人民币汇率接近第一目标位

海外——美股回调空间仍大

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

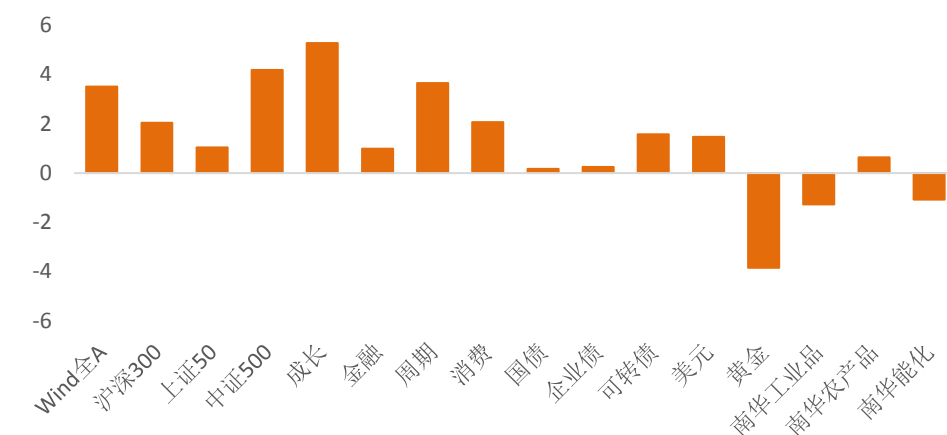
相关报告

1 《宏观报告：长三角调查系列 3：来自 456 份问卷的供应链重构线索》
2022-05-14

2 《宏观报告：风险定价-权益短期和中期的性价比都很高-5 月第 2 周资产配置报告》2022-05-11

3 《宏观报告：加息预期或已过了最鹰的时候》2022-05-06

图 1：5 月第 2 周各类资产收益率(%)



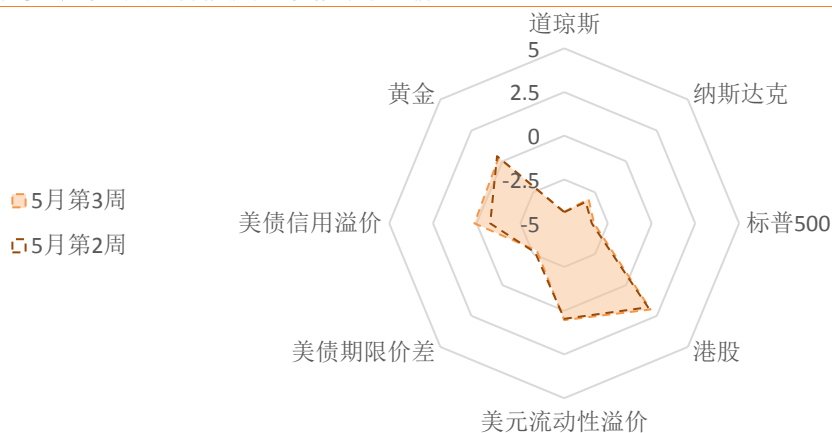
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5 月第 3 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 3 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：常态化防疫初见曙光，市场情绪弱恢复

上海拥堵指数从低位显著回升，江浙沪三地的整车货运物流指数开始回暖。经过两个多月的静态管理，上海疫情防控与复工复产初见曙光。上海疫情过峰后，我们预计疫情对经济的影响将度过最严重的时期。未来常态化核酸检测配合精准追踪防控或能避免出现疫情大规模扩散造成的严重经济冲击。权益市场分子端的悲观预期开始缓和。

5月第2周，A股全线反弹，Wind全A收涨3.51%，但成交量较上周仍有小幅下降，市场情绪恢复较弱。板块指数均录得涨幅，成长股、周期股、消费股和金融股分别上涨5.28%、3.66%、2.07%和0.98%。中盘股表现优于大盘股，大盘股（上证50和沪深300）上涨1.05%、2.04%，中盘股（中证500）收涨4.18%（见图1）。

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度较上周出现小幅回落（24%和16%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度仍处下行通道，维持在历史低位（9%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2周，所有板块指数的短期拥挤度均出现回落，金融股的短期拥挤度由上周的中位数附近迅速下行至21%分位，消费股和周期股的短期拥挤度小幅下滑（20%分位、13%分位）；成长股的目前超卖幅度仍较为极端（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处在12%分位的历史低位，市场目前情绪恢复仍较为谨慎。一级行业中只有煤炭（75%分位，较上周下降了11%）交易拥挤度在中性上方。30个一级行业中有13个行业交易拥挤度在5%分位以下（非银行金融、基础化工、国防军工、医药、综合金融、传媒、轻工制造、计算机、机械、汽车、电力设备及新能源、通信、电子），19个行业交易拥挤度在10%分位以下，A股整体超卖幅度较为极端，短期盈亏比较高。

宽基指数与板块指数的风险溢价处在历史高位，配置性价比凸显。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】（98%分位），成长估值【很便宜】（99%分位），消费估值【较便宜】（71%分位）。风险溢价从高到低的排序是：成长>周期>金融>消费。

5月第2周，北向资金周度小幅净流出73.22亿人民币，美的集团、伊利股份和格力电器净流入规模靠前。南向情绪升温，南向资金大幅净流入228.7亿港元，恒生指数的风险溢价小幅上升，性价比较高。

2. 债券：社融不及预期，市场可能早有预料

4月的社融数据不及预期，市场可能早有预料。3月社融冲量对4月信贷数据有透支，4月也是疫情对信贷需求抑制最严重的时期。尽管经济下行压力加大，但财政刺激的必要性和有效性也受疫情持续时间和防疫策略的影响。经济压力和政策预期的博弈目前仍然焦灼，因此债券市场整体呈现窄幅震荡的格局。信贷需求的塌方导致市场出现结构性资产荒，短端利率不断下行，长端利率则表现相对克制。上海疫情之后，如果常态化核酸检测配合快速精准防控的动态清零策略能够有效维持经济成本和防疫政策的平衡，届时信用的天平有望向扩张倾斜。

5月第2周，央行公开市场操作净投放300亿，资金面保持平稳，流动性溢价继续向低位靠近（4%分位），目前处于【极宽松】水平。中长期流动性预期维持在中位数上方（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仍在下降，但是4月金融数据公布后，短期货币政策放松的预期有小幅上升。5月第2周，1M与3M的FR007利率互换价格较前期有所下降。

5月第2周，期限价差维持在中高位置（69%分位），久期策略性价比较高。信用溢价在上周大幅回落维持在中低位置（27%分位），不同信用等级的溢价与上周基本持平，高评级信用债估值中性偏贵（信用溢价维持41%分位），中低评级信用债估值较贵（信用溢价处于13%分位），评级利差维持在历史较低位置。

5 月第 2 周，**债券市场的情绪中性偏乐观**。利率债的短期拥挤度在两个月连续回升后，目前维持在中高位置（61%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度逐渐走出超卖区间（24%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（64%分位）。

3. 商品：基础金属进一步定价衰退预期

能源品：IEA 下调今年全球原油需求增速预期，欧盟对俄原油制裁禁令的推延修正了上周供给溢价的回升，油价小幅回落。短期内，油价冲高概率较小，但高位震荡的格局预计较难改变。

5 月第 2 周，布伦特油价窄幅震荡，下跌 1.04%至 111.22 美元/桶。美国原油产能利用率与上周持平，产量较上周减少 10 万桶（1190 万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅上升，但仍维持 2014 年以来的低位。

基本金属：5 月第 2 周，LME 铜继续走弱，收跌 2.15%，录得 9212 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度连续两周大幅回落（28%分位），接近 2020 年 4 月疫情首次爆发阶段的水平，市场情绪较悲观。基础金属价格多数继续回调，沪铝基本收平，沪镍大幅下跌 6.28%，基础金属对定价全球的衰退预期继续定价。

贵金属：5 月第 2 周，伦敦现货金价震荡下挫 3.84%，收于 1810 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持 53%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 2 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：人民币汇率接近第一目标位

5 月第 2 周，10 年期美债实际利率小幅下行 2bp 至 0.24%，我们的实际利率模型预测，假设全年美联储将 FFR 调整至 2.25-2.50%（当前 CME FFR 期货显示的加息预期），**10 年期美债实际利率 0.3%将是阶段性高点，如果下半年联储态度没有转向，实际利率不排除有继续冲高的可能。**

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位于较低位置，而**离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（92%分位）**。海外金融环境处于极紧状态，对非美市场不利。美元指数升至 104.75，继续 2002 年以来的新高，美元指数年初以来累计涨幅近 9%。**我们的美元模型预测 7 月底之前美元指数的可能站上 110。**

5 月第 2 周，人民币继续快速贬值 1.58%至 6.79。人民币的短期交易拥挤度创下历史新低，看多情绪降至冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（4%分位），处在 2008 年以来的最低位置。**人民币汇率接近我们给出的第一目标位（6.80-6.90%），即回到 2020 年下半年疫情红利开启前的汇率水平，第一目标位对应了汇率的基本面情形，后续是否突破第一目标位继续贬值与市场情绪有关，上海疫情之后的疫情防控结果和中美关系或**

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_42103

