

风险定价-美股只是熊市反弹

证券研究报告

2022年06月01日

6月第1周资产配置报告

5月第4周各类资产表现：

5月第4周，美股指数多数上涨。Wind全A下跌了1.21%，成交额4.3万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，煤炭、石油石化及交通运输表现靠前；电力设备及新能源、房地产和家电等表现靠后。信用债指数上涨0.14%，国债指数上涨0.5%。

6月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫后经济恢复斜率影响价值股的反弹空间和持续性

债券——流动性定价矛盾突出，需要提防催化剂出现

商品——铜持仓显示市场情绪悲观，衰退定价仍在继续

汇率——美元走强暂告一段落，进入横盘震荡阶段

海外——通胀拐点连续确认，美股只是熊市反弹

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**

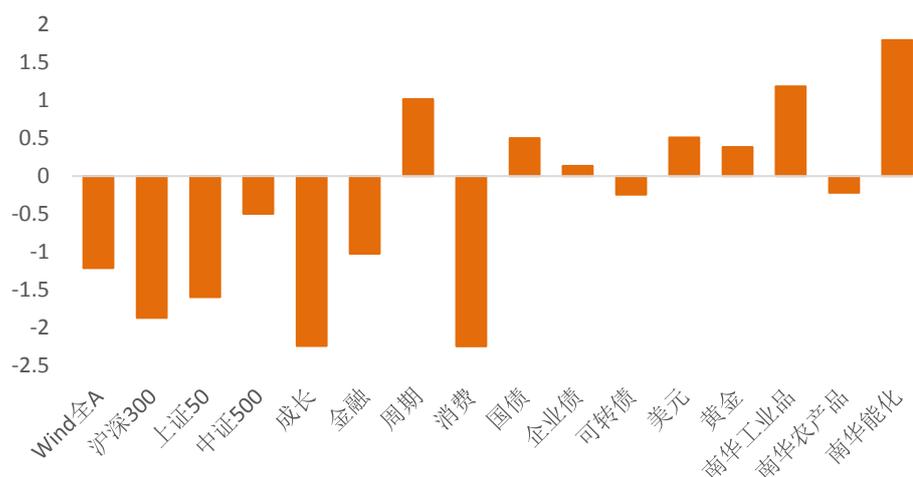
联系人

linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：加息预期确认放缓，7月之后实际加息将放缓-加息预期确认放缓，7月之后实际加息将放缓》2022-05-28
- 2 《宏观报告：风险定价-海外衰退交易主线加剧-5月第4周资产配置报告》2022-05-25
- 3 《宏观报告：天风问答系列：疫情后的供应链》2022-05-23

图 1：5 月第 4 周各类资产收益率(%)



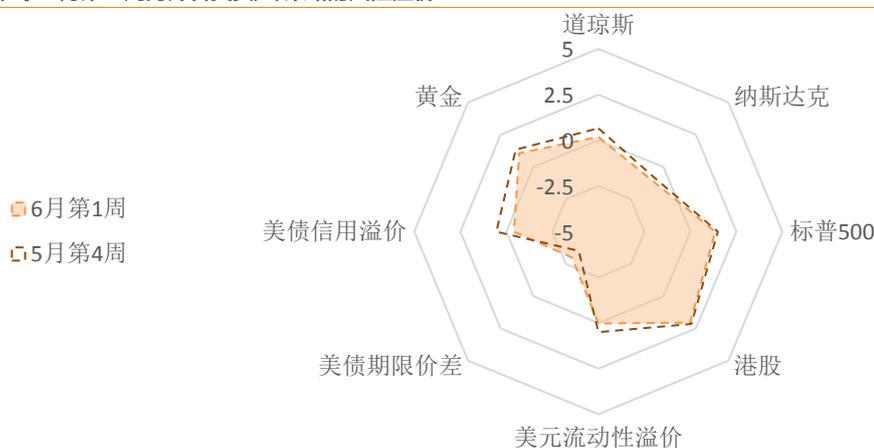
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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：疫后经济恢复斜率影响价值股的反弹空间和持续性

全国疫情进一步回落，上海社会面基本清零，其余省市单日新增中枢回落至 50 附近，报告单日新增的省份个数回落至 10 以内。目前来看，聚集性活动恢复迟缓，5 月以来，城市拥堵延时指数、航班执行情况小幅改善至 3 月中旬；公共交通（地铁客运量）和接触性消费（全国单日观影人次等）的同比状态仍然弱于 4 月。疫后经济恢复的斜率仍然存在不确定性，常态化防控的效果和稳经济政策的执行力是影响价值股反弹空间和持续性的关键。

5 月第 4 周，A 股市场多数回调，Wind 全 A 收跌 1.21%，消费股、成长股和金融股分别下跌 2.25%、2.24%和 1.02%，周期股小幅收涨 1.02%。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 1.60%、1.87%和 0.50%（见图 1）。

5 月第 4 周，金融股的短期拥挤度维持在历史低位 8%分位；周期股、消费股和成长股的短期拥挤度较上周出现明显回升，逐渐走出超卖区间分别来到 25%分位、20%分位和 17%分位。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>消费>成长>金融。大盘股（上证 50 和沪深 300）和中盘股（中证 500）的短期交易拥挤度较上周有小幅上涨（20%分位，23%分位和 17%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：沪深 300>上证 50>中证 500。

行业平均交易拥挤度连续两周回暖，目前处在 16%分位。5 月第 4 周，30 个行业中有 27 个行业的交易拥挤度回升，只有煤炭（78%分位，较上周回升了 5%）和建筑（51%分位，较上周回升了 2%）的交易拥挤度在中性水平以上。交易拥挤度在 5%分位以下的行业个数降至 7 个（非银行金融、机械、传媒、轻工制造、计算机、电子、通信），上周为 10 个（汽车、综合金融和电新的拥挤度上升至 5%以上）。

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 的风险溢价较上周大幅回落，估值来到【便宜】水平。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】（95%分位），消费估值【较便宜】（68%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>成长>金融>消费。

5 月第 4 周，北向资金周度小幅净流出 95.80 亿人民币，顺丰控股、招商银行和长江电力净流入规模靠前。南向资金净流入 85.91 亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比较高。

2. 债券：流动性定价矛盾突出，需要提防催化剂出现

5 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（5%分位），目前处于【极宽松】水平，接近 2020 年 3 月时的水平。极度宽松的流动性水平和人民币汇率贬值、通胀超预期上升是一对突出矛盾，如果出现催化剂导致定价矛盾爆发，类似 2020 年 4 月底-5 月初时的流动性溢价快速上升可能出现。中长期流动性预期持续抬升（84%分位），5 月第 4 周，3M 的 FR007 利率互换价格出现小幅上行，远期市场对未来流动性预期谨慎。

5 月第 4 周，期限价差上行至较高位置（80%分位），久期策略性价比较高。信用溢价迅速下行至历史低位（11%分位），不同信用等级的溢价均出现大幅回落，高评级信用债估值贵（信用溢价下跌至 16%分位），中低评级信用债估值极贵（信用溢价处于 5%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比不高。

5 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目前维持在中位数上方（59%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度由上周的低位回升至中位数附近（45%分位）。信用债的短期拥挤度处于上行趋势，目前来到中高位置（67%分位）。

3. 商品：铜持仓显示市场情绪悲观，衰退定价仍在继续

能源品：目前看来，虽然进展缓慢、但欧盟没有放弃对俄制裁计划。伊核问题谈判再

次陷入僵局，供给端修复的预期可为一波三折。需求端，原油正式进入北半球夏季的需求旺季，美国航空运输数量环比仍在改善，叠加亚洲疫情边际有所好转，燃油需求短期走强是大概率事件。在地缘政治冲突明显好转之前，油价高位震荡格局很难改变。

5月第4周，布伦特油价窄幅震荡，上涨2.13%至115.32美元/桶。美国原油产能利用率边际上升，产量较上周维持不变（1190万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅回升，仍处于低位。

基本金属：5月第4周，LME铜收涨0.72%，录得9490美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅上升（29%分位），略高于2020年4月疫情首次爆发阶段，市场情绪悲观。基础金属价格迎来小幅修复，沪铝、沪镍收涨0.19%、2.33%。

贵金属：5月第4周，伦敦现货金价震荡上行0.38%，收于1853美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度小幅下跌至61%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量维持在去年三月以来的高位。

5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：美元走强暂告一段落，进入横盘震荡阶段

5月第4周，10年期美债实际利率小幅下行12bp至0.11%，根据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。

美元指数自前期高点持续回落，收跌1.35%至101.65。美德实际利差的收敛是近期美元指数下行的核心驱动力之一。美联储加息预期放缓，美国经济减速迹象进一步显现，而欧央行紧缩预期刚开始定价，美欧货币政策差带来的美元指数走强可能暂告一段落，美元进入横盘震荡阶段。

美元流动性溢价维持在中位数附近（50%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（90%分位）。海外金融环境连续3个月处于极紧状态，流动性环境对非美货币的压制未见缓解。

5月第4周，人民币汇率震荡偏弱，美元兑离岸人民币小幅上涨0.30%至6.72，目前在我们给出的第一目标位（6.80%，即回到2020年下半年疫情红利开启前的汇率水平）下方震荡。近期国内集装箱出口运价指数逐渐改善，但幅度有限，目前仅回升至4月初的水平。人民币的短期交易拥挤度再度刷新历史新低，看多情绪仍处在冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（3%分位），处在2008年以来的最低位置。

5. 海外：通胀拐点连续确认，美股只是熊市反弹

随着对衰退的担忧在美国股债市场内蔓延，联储官员对6-7月之后的加息路径看法开始出现分歧（详见《加息预期确认放缓，7月之后实际加息将放缓》）。5月第4周，CME美联储观察显示，全年加息预期维持在10.3次附近（包括3月和5月的三次加息），6月加息50bp和6-7月两次加息100bp的概率都没有明显变化，目前都在90%以上。

10Y美债利率自高位回落，收于2.74%。10年期盈亏平衡通胀预期已经从3%以上的高点回落至2.6%附近，4月CPI、PCE、核心PCE等通胀指标都已经看到同比增速的拐点，通胀压力放缓的路径逐渐清晰。

5月第4周，美债期限溢价较上周上升（20%分位）。信用溢价较上周下跌（46%分位），美国投机级与投资级的信用溢价下跌（41%分位和51%分位）。目前信用环境相对中性，后续如果信用溢价再次快速回升，需要关注信用风险上升的可能性。

前期美股大型连锁百货（沃尔玛和塔吉特）一季度业绩不及预期引发了市场对美国消费，进一步到美国经济的担忧，衰退预期刺激市场急跌。5月第4周，随着梅西百货、达乐（DollarGeneral）、美元树（DollarTree）等高端百货商店和折扣连锁店公布一季报，业绩的相对强劲边际缓解了前期的悲观预期。但我们需要注意的是，前期拖累连锁百货

业绩的利空因素，例如高油价、运输成本、高库存仓储压力等，目前来看 Q2 相较 Q1 没有好转甚至仍在恶化，对美股业绩的拖累还没有结束。

5 月第 4 周，道琼斯、纳斯达克指数和标普 500 均录得涨幅，主要是加息预期放缓、美债利率回落带来的情绪修复，VIX 由上周的 30 左右震荡回落至 26。但在业绩压力下，美股当前仍然只是熊市反弹，经济衰退预期仍要消化。未来随着加息预期和通胀预期缓和，美债利率将进入回落阶段。美股只有充分消化悲观业绩预期之后，才会进入情绪和估值的修复阶段。三大美股指的风险溢价出现小幅下降：标普 500 和道琼斯的风险溢价处于中性偏高位置（处于 1990 年以来的 64%历史分位和 52%历史分位），估值中性偏便宜；纳斯达克风险溢价小幅下降至 40%分位，估值中性偏贵。

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
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com