

风险定价-成长继续修复但仍在超卖区间内

证券研究报告

2022年06月08日

6月第2周资产配置报告

6月第1周各类资产表现：

6月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨了3.08%，成交额3.5万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，汽车、电子和电力设备及新能源表现靠前；建筑、房地产和煤炭等表现靠后。信用债指数下跌0.09%，国债指数下跌0.28%。

6月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——成长股交易拥挤度连续两周改善，但仍处在超卖区间内

债券——较高的流动性收紧预期和极低的流动性溢价构成突出矛盾

商品——原油供给偏紧加剧，油价创近三月以来的新高

汇率——离岸美元流动性环紧张，美元强势未见逆转

海外——6-7月加息预期锁定，9月加息预期短暂回升

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

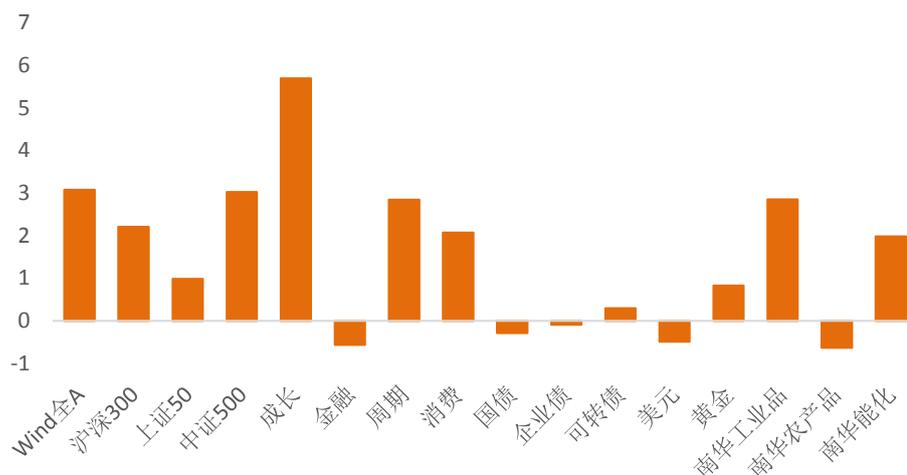
相关报告

1 《宏观报告：后周期美股表现三段论-后周期美股表现三段论》 2022-06-06

2 《宏观报告：成长可能开启趋势反转，价值或维持反弹震荡》 2022-06-04

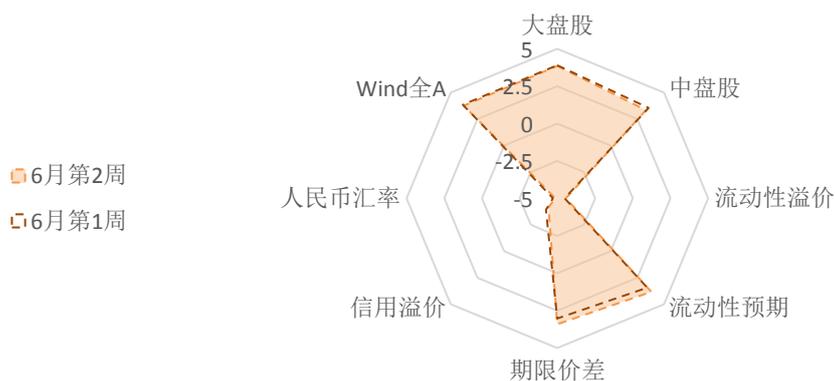
3 《宏观报告：情绪的回摆：成长股有更大反弹空间》 2022-06-02

图 1：6 月第 1 周各类资产收益率(%)



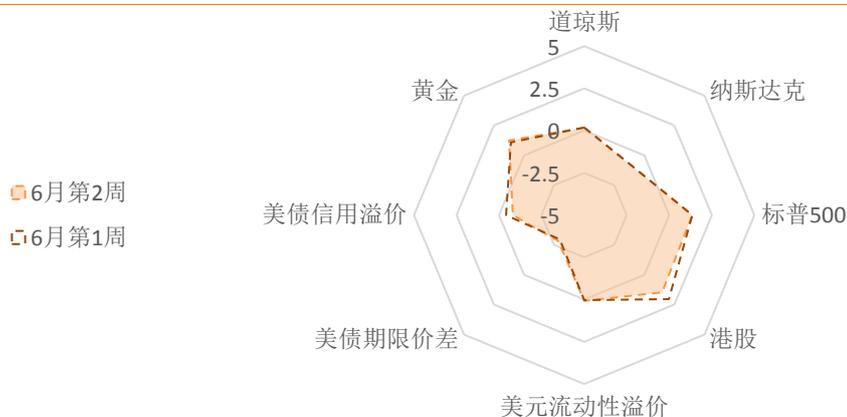
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 月第 2 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 2 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。

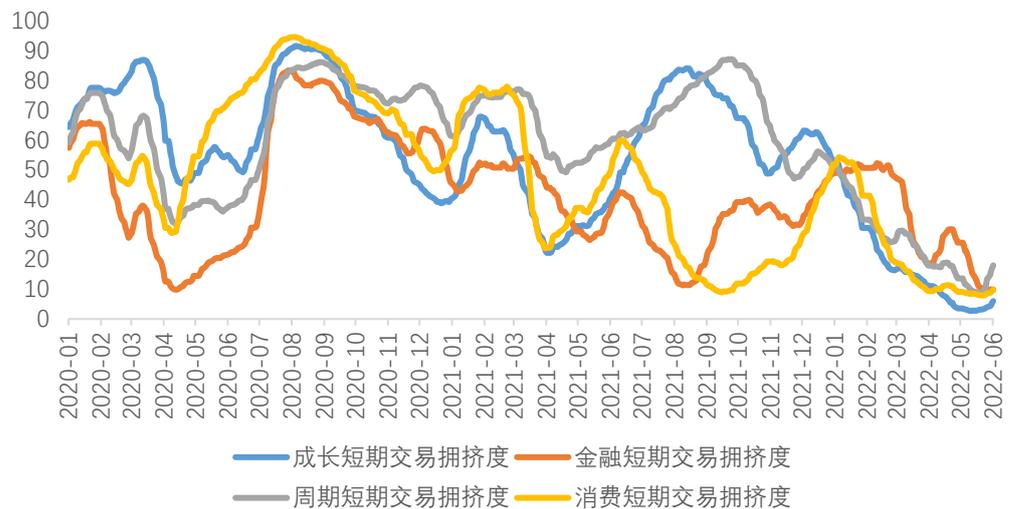
1. 权益：成长股交易拥挤度连续两周改善，但仍处在超卖区间内

6月1日上海正式解除全城静态化管理，进入常态化管理，节奏快于预期。同时北京也宣布6月6日起，除部分区域外，恢复堂食和复课。疫后经济恢复的斜率存在不确定性，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，成长股胜率提升的确定性更高。（详见《成长可能开启趋势反转，价值或维持反弹震荡》）

6月第1周，A股全线反弹，Wind全A收涨3.08%，成长股、周期股和消费股分别上涨5.70%、2.84%和2.08%，金融股小幅收跌0.57%。大盘股和中盘股均出现录得涨幅，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）收涨0.99%、2.21%和3.03%（见图1）。

6月第1周，板块交易拥挤度普遍延续改善格局，且都维持在历史低位：成长股、周期股和消费股的短期拥挤度持续两周反弹，分别来到6%分位、18%分位、10%分位，金融股交易拥挤度开始企稳回升，目前处在10%。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>金融>消费>成长。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的短期交易拥挤度继续回升（11%分位，10%分位和10%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>中证00>沪深300。

图2：板块交易拥挤度普遍延续改善格局，且都维持在历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

行业平均交易拥挤度继续回暖，上升至22%分位（上周17%分位），目前仍处在较低位置，短期盈亏比仍较高。6月第1周，30个行业中有29个行业的交易拥挤度回升（仅地产小幅下降）。30个行业中，只有煤炭（83%分位）、交通运输（55%分位）和建筑（54%分位）的交易拥挤度在中性水平以上。电子和计算机目前的交易拥挤度仍处在极端超卖区间内（5%分位以下），医药、通信和传媒等成长行业也处在超卖较为严重的区间内（10%分位以下）。

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】（96%分位），成长估值【很便宜】（94%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。

6月第1周，北向资金周度小幅净流出253.44亿人民币，招商银行、东方财富和中国中免净流入规模靠前。南向资金净流入24.19亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比较高。

2. 债券：较高的流动性收紧预期和极低的流动性溢价构成突出

矛盾

6月第1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，接近2020年3月时的水平。极度宽松的流动性水平和经济疫后复苏，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的结果可能再度出现。中长期流动性预期持续抬升（88%分位），已经来到历史较高位置，市场对未来流动性收紧的预期较强。

6月第1周，期限价差持续上行至较高位置（84%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅下降，处在历史低位（8%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12%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。

6月第1周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债的短期拥挤度继续回升，目前维持在中高位置（62%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上方（57%分位）。信用债的短期拥挤度与上周基本持平，处于中高位置（66%分位）。

3. 商品：原油供给偏紧加剧，油价创近三月以来的新高

能源品：5月OPEC+会议宣布将增产计划43.2万桶/日提升到了64.8万/日，但仍然无法弥补俄罗斯被制裁造成的缺口。欧盟批准了包括部分禁止从俄罗斯进口石油在内的第六轮制裁措施，原则上支持年底前禁运90%的俄罗斯石油。供给端偏紧的局面没有好转，甚至有加剧的迹象。需求端，原油正式进入北半球夏季的需求旺季，燃油需求走强短期内可能会延续。据美国汽车协会（AAA）数据，美国汽油和柴油价格创下历史新高。在地缘政治冲突明显好转之前，油价短期内震荡偏强的格局很难改变。

6月第1周，布伦特油价继续冲高，上涨4.99%至121.08美元/桶，创下3月9日以来的新高。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）低位小幅回升。

基本金属：6月第1周，LME铜收涨0.64%，录得9520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，沪铝收跌0.27%、沪镍收涨2.29%。

贵金属：6月第1周，伦敦现货金价震荡下行0.13%，收于1850美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度小幅上升至62%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量大幅下跌。

6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：离岸美元流动性环紧张，美元强势未见逆转

美元指数小幅回升，收涨0.52%至102.17。中国的疫情好转将带动中国以及全球的经济预期逐渐改善，同时欧央行明确加息路径压制美元指数的继续快速冲高。虽然美国经济和通胀的预期近期都有所松动，但美联储目前仍处在加息缩表的紧缩周期内，美元流动性溢价维持在中位数附近（51%分位），在岸美元流动性溢价回到历史低位（11%分位），而离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（90%分位），在岸和离岸流动性巨大差异仍显示非美市场金融环境处于极紧状态。美元强势未见逆转。

6月第1周，人民币汇率震荡偏弱，美元兑离岸人民币小幅下跌0.57%至6.66，触及“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）之后开始震荡回调。上海解除静态管理的时间早于预期，一定程度上提升了市场对经济复苏节奏的预期，北向资金大幅回流，出口方面，随着长三角疫情告一段落，国内集装箱出口运价指数也持续改善。

但截至目前，本次贬值在时间和空间上尚不充分。时间上，历史上中期贬值的平均

时长为一年半，这次从 4 月中旬以来贬值仅一个多月。空间上，疫情对供应链扰动导致的出口份额额外回落、外需走弱等因素仍然抑制经常账户下的资金净流入速度。人民币的短期交易拥挤度小幅回升，但仍处于历史低位，看多情绪处在冰点。人民币性价比下行至历史极低水平（1%分位），处在 2008 年以来的最低位置。

5. 海外：6-7 月加息预期锁定，9 月加息预期短暂回升

5 月美国非农新增就业人数好于预期，劳动参与率小幅回升，失业率持平，但薪资环比增速持平。就业数据和薪资增速没有改变当前加息预期。6 月第 1 周，CME 美联储观察显示，全年加息预期维持在 11.0 次附近（每 25bp 计为一次，包括 3 月和 5 月的三次加息），6 月加息 50bp 的概率没有明显变化，为 94.2%，6-7 月两次加息 100bp 的概率也变化不大，小幅下降至 87.2%，但九月加息 50p 的概率从一周前的 35% 上升至 62%。

6 月第 1 周，在 9 月加息预期上升的短暂影响下，10Y 美债利率再次接近 3%，收于 2.96%。油价创近 3 个月新高，10 年期盈亏平衡通胀预期也小幅回升至 2.7% 附近，10 年期实际利率小幅下行 11bp 至 0.22%，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），**0.3% 将是实际利率的阶段高点。**

美债期限溢价较上周上升（22%分位）。信用溢价较上周有所回落（42%分位），美国投机级与投资级的信用溢价下跌（36%分位和 48%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。**

除了紧缩节奏仍存在不确定性以外，驱动美股定价衰退预期的高油价、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。对美股来说，真正大级别的反弹要等到政策底（紧缩转向）和情绪底（盈利下滑缓和）同时满足之时，届时美股将进入估值修复的第三阶段。

6 月第 1 周，道琼斯、纳斯达克指数和标普 500 均录得涨幅，VIX 震荡回落至 25。三大美股指的风险溢价与上周持平：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；纳斯达克风险溢价处在 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