

# 风险定价-确定性宽松，不确定增长

证券研究报告

2022年06月16日

## 6月第3周资产配置报告

6月第2周各类资产表现：

6月第2周，美股指数多数下跌。Wind全A上涨了3.01%，成交额5.3万亿元，日均成交额大幅上升。一级行业中，煤炭、有色金属和石油石化表现靠前；商贸零售、轻工制造和家电等表现靠后。信用债指数下跌0.03%，国债指数下跌0.05%。

6月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——确定性宽松，不确定增长

债券——短端利率存在脆弱性

商品——油价高位震荡，通胀预期维持2.7%

汇率——加息预期拉升美元指数，强势美元未见逆转

海外——加息预期和衰退预期同时上升，联储可能更快升息但更早停止

**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

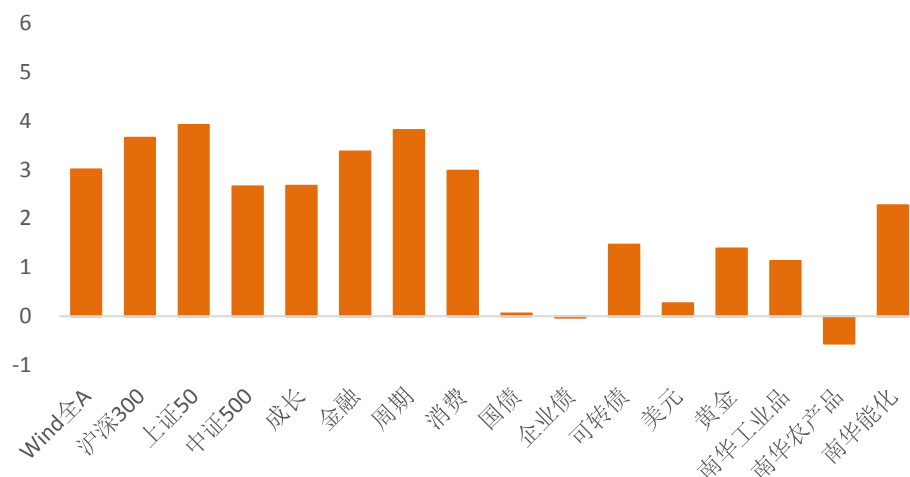
**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
liny@tfzq.com

相关报告

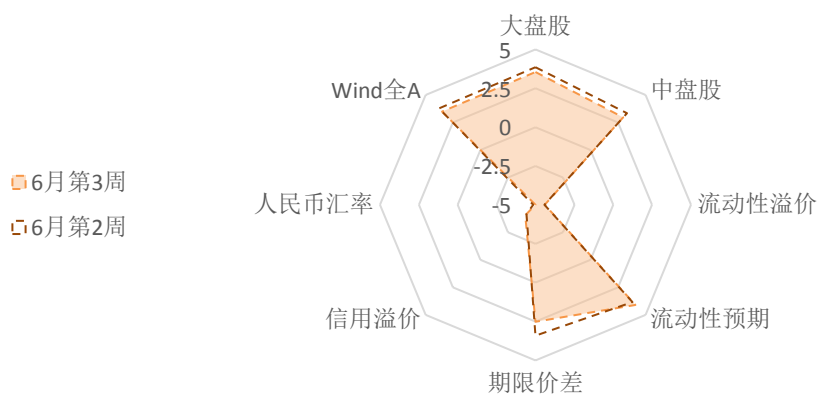
- 1 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13
- 2 《宏观报告：长鞭效应的反向、最快补库的结束与百年故事的重演》2022-06-10
- 3 《宏观报告：风险定价-成长继续修复但仍在超卖区间内-6月第2周资产配置报告》2022-06-08

图 1：6 月第 2 周各类资产收益率(%)



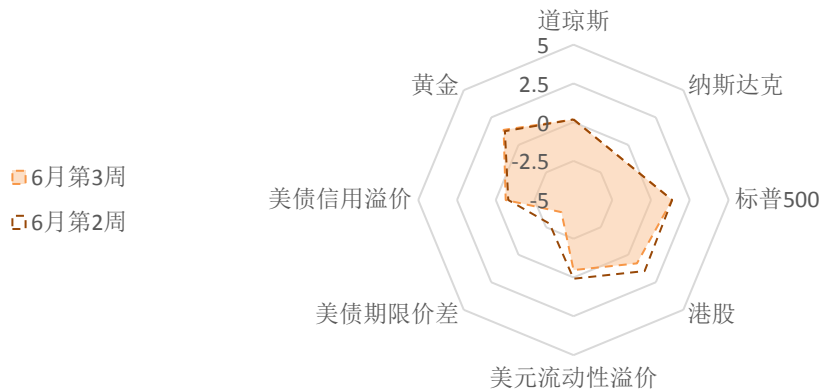
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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：确定性宽松，不确定增长

5 月金融信贷数据较高，结构上依然靠票据和短贷拉动。经济处于衰退末期和复苏早期，流动性被动宽松的特征明显。市场依然追求确定性和性价比。在经济增长和信用扩张相对偏弱的情况下，对流动性宽松敏感但对经济增长要求相对较低的行业收益更多，例如成长和周期。

6 月第 2 周，A 股持续反弹，Wind 全 A 收涨 3.01%，周期股、金融股、消费股和成长股分别上涨 3.81%、3.38%、2.98%和 2.68%。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）分别上涨 3.92%、3.65%和 2.66%（见图 1）。

拥挤度方面，6 月第 2 周，板块交易拥挤度普遍延续改善格局，并且仍然维持在历史低位：成长股、消费股和周期股的短期拥挤度持续反弹，分别来到 10%分位、12%分位、28%分位，金融股交易拥挤度开始企稳回升，目前处在 11%。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>消费>金融>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（16%分位，15%分位和 15%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证 50>中证 500≈沪深 300。

行业平均交易拥挤度继续回暖，上升至 29%分位（上周 22%分位），目前仍处在较低位置，短期盈亏比依然不低。6 月第 2 周，30 个行业中有 29 个行业的交易拥挤度回升（仅地产下降）。30 个行业中，只有煤炭（92%分位）、交通运输（64%分位）、石油石化（60%分位）、建筑（54%分位）和汽车（52%分位）的交易拥挤度在中性水平以上。轻工、医药、电子、非银和计算机等行业处在超卖较为严重的区间内（10%分位以下）。

性价比方面，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】（92%分位），周期估值【很便宜】（95%分位），成长估值【很便宜】（90%分位），消费估值【较便宜】（65%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

6 月第 2 周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入 368.3 亿人民币，其中周一和周五净流入都超 100 亿，贵州茅台、伊利股份和中国中免净流入规模靠前。南向资金净流入 67.79 亿港元，恒生指数的风险溢价持续下降，性价较高。

## 2. 债券：短端利率存在脆弱性

6 月第 2 周，央行公开市场操作投放与回笼资金数量相等，资金面保持平稳，流动性溢价维持在低位（6%分位），持续处于【极宽松】水平，但是中长期流动性预期持续抬升（91%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。两者存在显著矛盾，在人民币汇率贬值、通胀超预期上升的环境下，**短端利率存在脆弱性**，需要关注类似 16 年 10-12 月和 20 年 5-6 月流动性溢价快速上升的风险。

6 月第 2 周，**期限价差下降至中高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅上涨，维持在历史低位（9%分位），不同信用等级的溢价均出现小幅上涨**，高评级信用债估值贵（信用溢价上涨至 15%分位），中低评级信用债估值极贵（信用溢价处于 4%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 2 周，**债券市场的情绪偏乐观**。利率债的短期交易拥挤度较上周小幅上升，目前维持在中高位置（63%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度连续两周回升（72%分位）。信用债的短期交易拥挤度较上周小幅下降，处于中高位置（62%分位）。

## 3. 商品：油价高位震荡，通胀预期维持 2.7%

**能源品：**目前处于夏季出行的原油需求旺季，需求端的强势局面短期难改，在地缘政治冲突明显好转之前，我们维持油价高位震荡的判断。

6 月第 2 周，布伦特油价继续冲高，较上周上涨 0.7%至 121.93 美元/桶，创近 3 个月

新高，10年期盈亏平衡通胀预期维持在2.7%附近。美国原油产能利用率上升，产量较上周持平（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：**6月第2周，LME铜收跌0.68%，录得9435美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度大幅上升（40%分位），市场悲观情绪有所缓解。基础金属价格迎来小幅修复，沪铝收涨0.91%、沪镍收跌2.24%。

**贵金属：**衰退预期一定程度对冲了实际利率回升给黄金带来的利空。6月第2周，伦敦现货金价震荡上行1.14%，收于1871美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度连续两周上升至64%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上涨，重新回到去年三月以来的高位。

6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：加息预期拉升美元指数，强势美元未见逆转

6月第2周，5月美国CPI读数超预期，6/7月加息预期上升，美元指数连续两周回升，收涨1.98%至104.19。欧元兑美元下跌1.87%，**美元强势未见逆转**。美元流动性溢价小幅下跌至中位数以下（45%分位）。6月联储正式开始缩表，但回购市场的资金极度充裕，在岸美元流动性溢价仍大幅下降至历史低位（4%分位），流动性环境非常宽松。离岸美元流动性溢价小幅下降，但仍处于历史高位（86%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。

6月第2周，人民币汇率震荡偏弱，美元兑离岸人民币小幅上涨0.72%至6.71，截至目前，本次贬值在时间和空间上尚不充分。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。人民币性价比持续下行，1/2年期中美国债利差分别达到-57bps和-77bps，创历史新低。

#### 5. 海外：加息预期和衰退预期同时上升，联储可能更快升息但更早停止

6月第2周，CME美联储观察显示，全年加息预期已经超过5月中上旬的高点至12.7次（25bp每次）。6月第2周，10Y美债利率突破3%，收于3.15%，10年期美债实际利率上行17bp至0.39%。5月CPI数据公布后当天，美债已经至少额外定价了一次25bp加息。

美债期限结构上，5年期为利率高点，5年-7年再次倒挂、7年-10年倒挂加深，10\*2年和10年\*3个月的期限价差下降28bp和34bp。期限价差体现的衰退预期也在加强。

**当加息预期和衰退预期同时上升时，可能出现的结果是联储不得不更快地升息，但更早地停下来。**

美国信用溢价较上周有所回落（44%分位），美国投机级的信用溢价上升，投资级的信用溢价小幅下跌（40%分位和47%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长尾风险。

除了紧缩节奏再次生变以外，驱动美股定价衰退预期的高油价、需求回落、高利率和库存压力等，目前来看没有变化，美股短期同时消化业绩下跌和额外的货币紧缩，市场底仍需等待。6月第2周，道琼斯、纳斯达克指数和标普500均录得跌幅，VIX震荡回升至28左右。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