

风险定价-全球信用风险正在上升

证券研究报告

2022年06月22日

6月第4周资产配置报告

6月第3周各类资产表现：

6月第3周，美股指数继续下跌。Wind全A上涨了1.76%，成交额5.7万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，农林牧渔、家电和汽车表现靠前；钢铁、石油石化和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨0.09%，国债指数上涨0.05%。

6月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪延续广谱改善，尚未到景气度定价时

债券——杠杆策略和信用下沉策略的性价比历史极低

商品——我们认为黄金最好的时间还没有到来

汇率——主要央行分野，美元指数强势

海外——全球信用风险正在上升

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

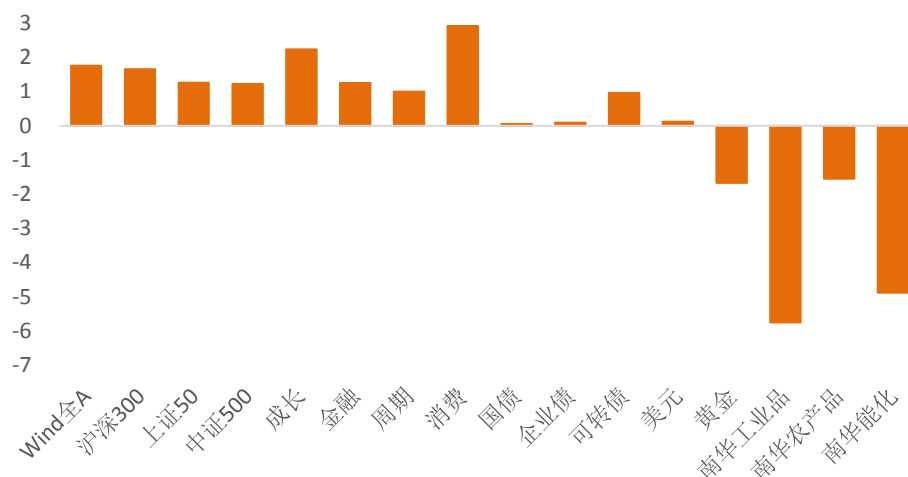
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

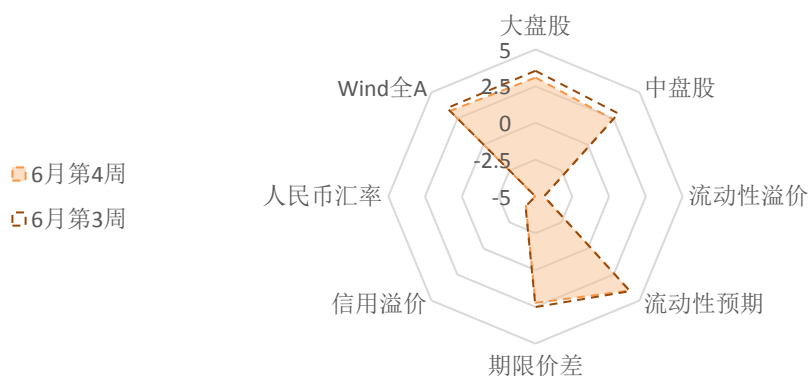
- 1 《宏观报告：下半年经济同比增速的意义》2022-06-17
- 2 《宏观报告：风险定价-确定性宽松，不确定增长-6月第3周资产配置报告》2022-06-16
- 3 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13

图 1：6 月第 3 周各类资产收益率(%)



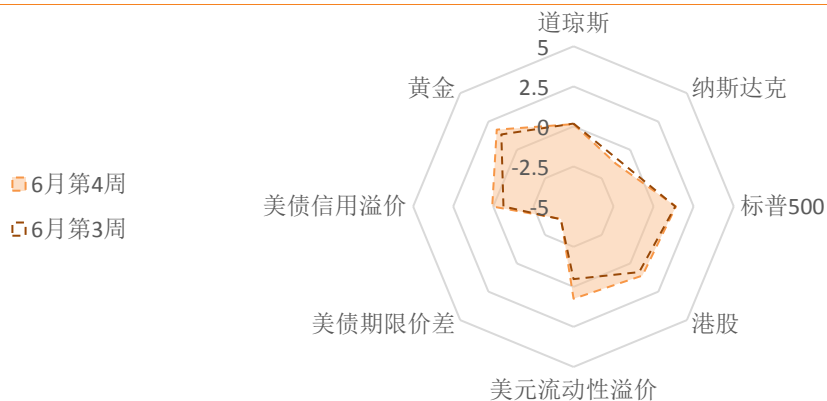
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 月第 4 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 4 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：市场情绪延续广谱改善，尚未到景气度定价时

6月第3周，A股市场延续独立行情，震荡偏强，Wind全A收涨1.76%，消费股、成长股、金融股和周期股分别上涨2.93%、2.23%、1.25%和1.00%。大盘股和中盘股均录得涨幅，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）分别上涨1.26%、1.65%和1.22%（见图1）。

6月第3周，情绪的钟摆延续5月以来的改善状态，目前交易拥挤度仍然处在历史中低水平。成长股、消费股、金融股的短期拥挤度差异不大，周期股的短期拥挤度较高（39%分位）。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的短期拥挤度差异不大。

6月第3周，30个行业的平均拥挤度分位数升至34%（上周26%分位），短期盈亏比依然较高。交易拥挤度在中性水平以上的行业有煤炭（94%分位）、石油石化（73%分位）、汽车（70%分位）、交通运输（70%分位）、有色金属（57%分位）、建筑（51%分位）。后续如果越来越多的行业拥挤度恢复至中性上方，需要关注行业景气度，当前位置上，情绪修复还是市场的主要逻辑。

估值方面，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（见图2）。上证50和沪深300的估值处于【便宜】水平，中证500的风险溢价持续回落，估值来到【便宜】水平。金融估值维持【很便宜】（91%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（88%分位），消费估值【较便宜】（60%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3周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入174.04亿人民币，贵州茅台、伊利股份和特变电工净流入规模靠前。南向资金净流入195.57亿港元，恒生指数的风险溢价上升，性价比较高。

2. 债券：杠杆策略和信用下沉策略的性价比历史极低

6月第3周，央行公开市场操作没有净投放，专项债还在发行提速，但资金面价格依然保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（6%分位），持续处于【极宽松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（90%分位），市场对未来流动性收紧的预期较强。两者存在显著矛盾，短端利率存在脆弱性，需要关注汇率风险、通胀风险、信用风险等可能引发流动性溢价快速修正的催化剂。

6月第3周，期限价差持续下降，处于中高位置（72%分位），久期策略性价比较高。信用溢价继续回落，处于历史低位（9%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级信用债估值贵（信用溢价维持在15%分位），**中低评级信用债估值极贵（信用溢价下跌至3%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比极低。**

6月第3周，债券市场的情绪偏乐观。利率债的短期交易拥挤度与上周持平，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仍处于上行通道（77%分位）。信用债的短期交易拥挤度连续两周下跌，处于中位数上方（54%分位）。

3. 商品：我们认为黄金最好的时间还没有到来

能源品：目前北半球仍处在需求旺季，需求端对油价的支撑较强，后续油价能否反转，供给端仍需要较强的利空支持。拜登访问沙特之后的OPEC产量态度较为关键，本轮减产协议8月到期。6月第3周，布伦特油价高位回落，较上周大幅下跌6.82%至113.61美元/桶，10年期盈亏平衡通胀预期轻微下跌至2.6%附近。美国原油产能利用率上升，产量较上周增加（1200万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回升，仍处于低位。

基本金属：6月第3周，LME铜收跌5.28%，录得8949美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度再次大幅回落（32%分位），市场对衰退交易的定价继续加剧。基础金属价格多数下跌，沪铝收跌3.74%、沪镍收跌8.59%。

贵金属：在加息预期和衰退预期同时上升的一对矛盾下，黄金表现震荡，我们认为，最好的时间还没有到来。6月第3周，伦敦现货金价震荡下行1.67%，收于1840美元。

COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度持续上升至 68%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量小幅上涨，维持在去年三月以来的高位。

6 月第 3 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：主要央行分野，美元指数强势

6 月第 3 周，美元指数收涨 0.64%至 104.67。欧元兑美元下跌 0.19%，美元强势未见逆转。美元流动性溢价上行至中位数以上（57%分位）。6 月第 3 周，**在岸美元流动性溢价全面反弹**，但目前仍处在中低位置（26%分位）。离岸美元流动性溢价回升，处于历史高位（89%分位），在岸和离岸流动性差异有所收敛，但利差仍显示非美市场金融环境处于极紧状态。

6 月第 3 周，美元兑日元突破 2002 年的高点，收于 135 上方，创下 1998 年以来的新高。在 6 月美联储加快加息步伐的同时，日本央行却继续维持宽松取向，鹰鸽分明的货币政策态度推动日元快速贬值。

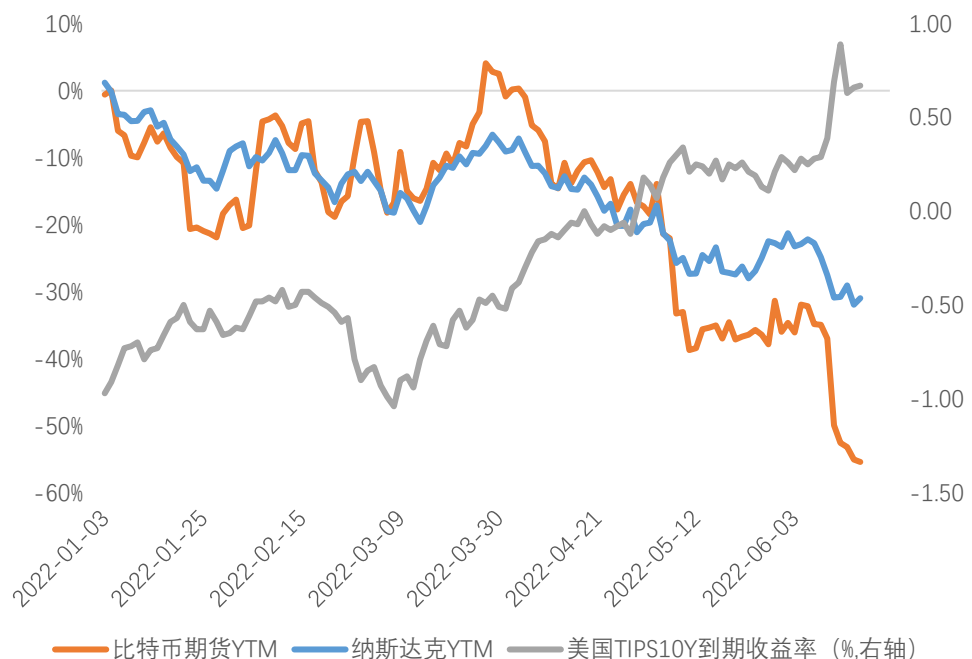
6 月第 3 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率贬值 0.14%至 6.72，截至目前，本次贬值在时间和空间上尚不充分。人民币的短期交易拥挤度大幅回升，回到 10%分位，（上周处在 1%分位），交易情绪逐渐修复。人民币性价比仍在绝对低位，**1/2 年期中美国债利差进一步拉大至 -85bp 和 -89bp，周中再创历史新低。**

5. 海外：全球信用风险正在上升

6 月第 3 周，CME 美联储观察显示，全年加息预期继续高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期上升至 13.9 次（25bp 每次），7 月加息 75bp 的概率为 86.2%（上周为 10%左右），7 月和 9 月共加息 125bp 的概率上升到 55%以上。

6 月第 3 周，10Y 美债利率冲高回落，周内站上 3.5%，收于 3.25%，10 年期美债实际利率上行 28bp 至 0.67%，金融条件进一步恶化。纳斯达克指数和比特币与实际利率高度负相关，因此下跌更加明显。年初至今，纳斯达克下跌 31%，CME 比特币期货下跌超 50%。

图 4：纳斯达克指数和比特币与实际利率高度负相关，因此下跌更加明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

美债利差倒挂正在从 3 年*5 年倒挂、2 年*10 年倒挂朝着 3 个月*10 年倒挂的方向发展，债市定价的衰退预期进一步加强。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下来。

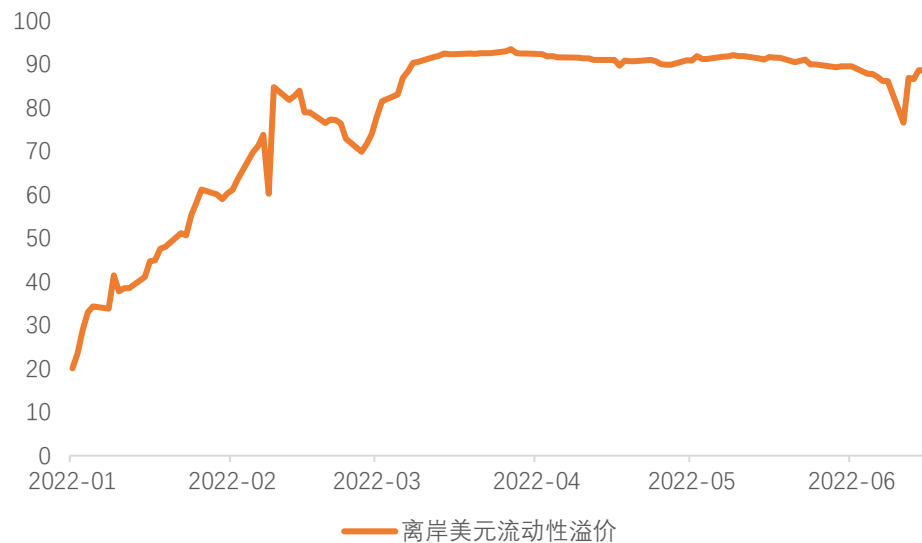
图 5：债市定价的衰退预期进一步加强



资料来源：Wind，天风证券研究所

美国信用溢价较上周反弹（51%分位），美国投机级和投资级的信用溢价均回升（50%分位和 51%分位）。目前信用环境相对中性，如果信用溢价延续回升，需要关注高收益债的长尾信用风险。由于离岸美元流动性溢价升至历史高位（89%分位），并已经持续了 3 个多月。老挝和斯里兰卡已经出现了主权债务违约，欧元区边缘国家如意大利西班牙等也面临潜在主权债务压力。对于全球信用风险上升应当抱有警惕，历史上看信用风险会带来全球风险资产 risk-off 和流动性溢价的上升。

图 6：离岸美元流动性溢价升至历史高位，并已经持续了 3 个多月



资料来源：Wind，天风证券研究所

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