

风险定价-拥挤度回归中性

证券研究报告

2022年06月28日

7月第1周资产配置报告

6月第4周各类资产表现：

6月第4周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨了2.15%，成交额5.5万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，电力设备及新能源、汽车和国防军工表现靠前；有色金属、石油石化和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨0.09%，国债指数下降0.05%。

7月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——行业平均拥挤度回升至中性，进入行业轮动阶段

债券——流动性溢价和流动性预期矛盾加剧

商品——油价大跌但仍有供给端支持，紧平衡未见缓解

汇率——美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转

海外——交易重心重新从紧缩转向衰退

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

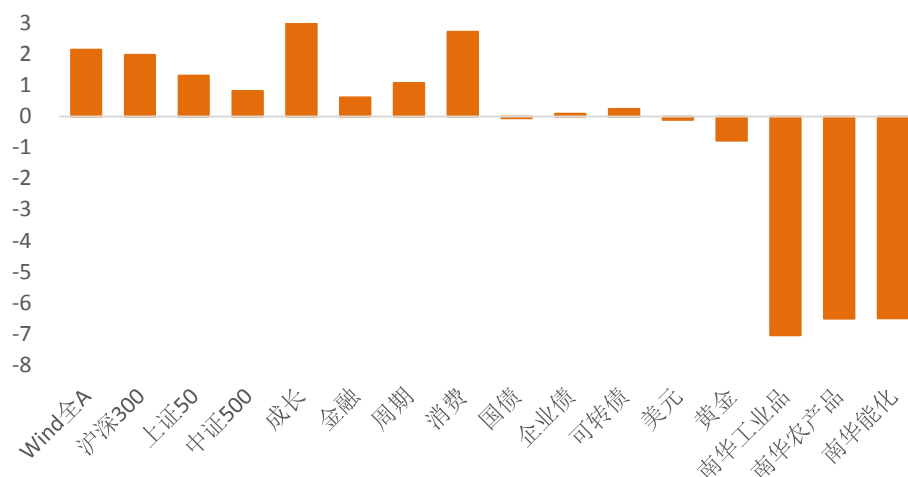
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

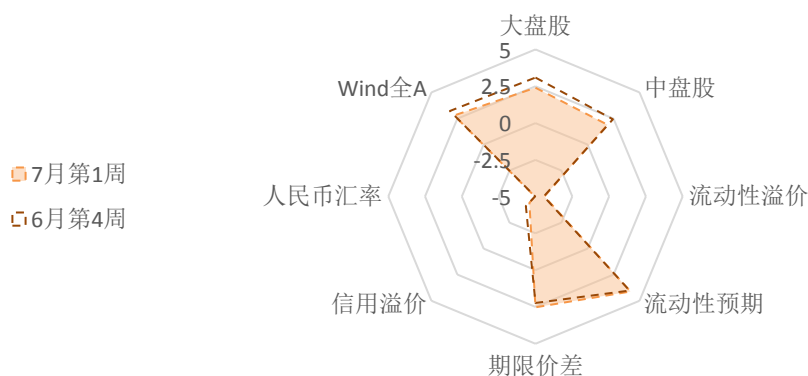
- 1 《宏观报告：宏观-经济修复的斜率》2022-06-24
- 2 《宏观报告：三大央行的滞胀选择-三大央行的滞胀选择》2022-06-22
- 3 《宏观报告：反弹向上可能还有空间—6月资产配置报告》2022-06-22

图 1：6 月第 4 周各类资产收益率(%)



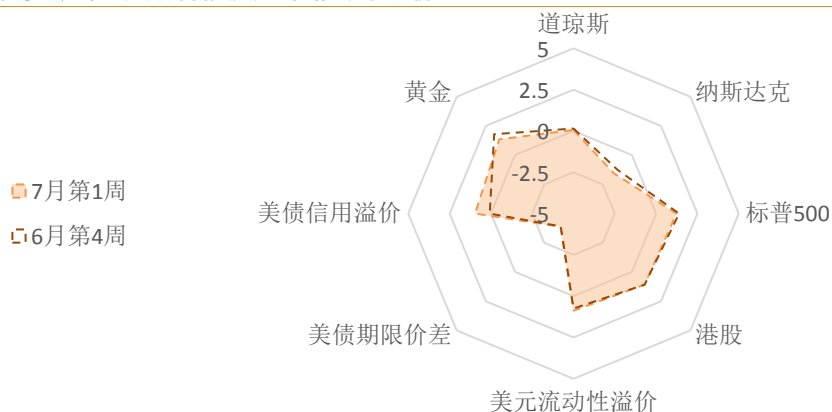
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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：行业平均拥挤度回升至中性，进入行业轮动阶段

6月第4周，A股市场延续反弹趋势，Wind全A收涨2.15%，板块指数均录得涨幅，成长股、消费股、周期股和金融股分别上涨3.35%、2.73%、1.08%和0.62%。大盘股表现优于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）分别上涨1.31%、1.99%和0.82%（见图1）。

6月第4周，情绪的钟摆延续5月以来的改善状态。30个行业的平均拥挤度分位数升至46%（上周26%分位），交易拥挤度在中性水平以上的行业上升到13个（上周仅有5个），短期盈亏比逐渐回到中性，后续可能进入行业轮动阶段，行业配置需要逐渐参考景气度。其中，煤炭（90%分位）、汽车（85%分位）、石油石化（74%分位）、交通运输（72%分位）、有色金属（68%分位）拥挤度较高；轻工制造（21%分位）、银行（20%分位）、综合金融（19%分位）、电子（19%分位）、房地产（18%分位）拥挤度回升较慢。

6月第4周，宽基指数与板块的风险溢价均出现不同程度的下跌，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【较便宜】水平。金融估值【很便宜】（89%分位），周期估值维持【很便宜】（91%分位），成长估值【便宜】（82%分位），消费估值【中性】（54%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4周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入40.64亿人民币，贵州茅台、东方财富和格力电器净流入规模靠前。南向资金净流入82.19亿港元，恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比较高。

2. 债券：流动性溢价和流动性预期矛盾加剧

6月第4周，央行公开市场操作净投放500亿，专项债发行速度维持在较高水平，央行重提“总闸门”，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（91%分位），市场对未来流动性收紧的预期较强。**流动性溢价和流动性预期矛盾加剧，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4周，期限价差回升，处于中高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价持续回落，处于历史低位（6%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级信用债估值贵（信用溢价下跌至10%分位），**中低评级信用债估值极贵（信用溢价下跌至2%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4周，债券市场的乐观情绪有所降温。利率债的短期交易拥挤度较上周大幅下降，回到略高于中性的水平（55%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度与上周基本持平（78%分位）。信用债的短期交易拥挤度回落到中位数下方（44%分位）。

3. 商品：油价大跌但仍有供给端支持，紧平衡未见缓解

能源品：油价在衰退预期加速的情况下持续回调，验证了我们之前关于“需求因素主导商品边际定价”的判断。但目前北半球仍处在需求旺季，现货市场上的紧平衡仍未见缓解，要看到油价持续回调，还需要看到供给端的利空支持。拜登访问沙特之后OPEC对增产的态度较为关键，本轮减产协议8月到期。

6月第4周，布伦特油价持续回落，较上周大幅下跌4.07%至108.99美元/桶，10年期盈亏平衡通胀预期维持在2.6%附近。美国原油产能利用率与产量与上周持平（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4周，LME铜收跌7.14%，录得8322美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度再次大幅回落（26%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3.58%、沪镍收跌12.58%。

贵金属：在加息预期和衰退预期同时上升的矛盾下，黄金表现震荡，我们认为最好

的时间还没有到来。6月第4周，伦敦现货金价震荡下行0.78%，收于1826美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度下跌至64%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量高位回落。

6月第4周，农产品、能化品和工业品的风险溢价全线反弹，但处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转

6月第4周，美元指数收跌0.51%至104.13。欧元兑美元上升0.58%。欧央行召开紧急会议讨论如何限制边缘国家和中心国家的债券息差，以避免债务危机和欧元区分裂的问题。我们认为欧洲经济比美国更经不起连续加息，俄乌战争和能源价格高涨持续地输入衰退风险，统一货币和分割财政的制度安排是欧元区的内在缺陷。中期维度上看，我们认为在美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转。（详见《三大央行的滞胀选择》）

随着紧缩加快，美元流动性溢价继续回升，目前处在中性偏紧的位置（59%分位）。6月第4周，在岸美元流动性溢价从前期极低位置开始回升，但目前仍处在中低位置（25%分位）。离岸美元流动性溢价连续两周上升，处于历史高位（92%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相较美国在岸市场更加紧张。

6月第4周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率贬值0.41%至6.69，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持续反弹，来到27%分位，（上周处在10%分位），交易情绪逐渐修复。人民币性价比仍在绝对低位，1/2年期中美国债利差仍处在历史最低附近。

5. 海外：交易重心重新从紧缩转向衰退

6月第4周，10Y名义利率回落，收于3.13%，10Y实际利率也下行10bps至0.57%。2年至10年的美债期限结构非常平坦，10年-3m利差继续快速收窄，显示债市定价的衰退预期进一步加强。10年期盈亏平衡通胀预期维持在2.6%的较高位置。6月25日，密歇根大学美国6月消费者信心指数终值下修至50，创历史新低，高通胀下消费信心快速回落，把美国市场的交易重心重新从紧缩拉回到衰退。

6月第4周，CME美联储观察显示，全年加息次数预期冲高回落，期货隐含的全年加息次数预期下降至13.2次（25bp每次，包含已经加息的6次），7月加息75bp的概率变化不大（83.8%），7月和9月共加息150bp的概率从上周的37.2%下降至25.1%。期货隐含的美联储在2022年剩余时间里的加息空间为175个基点，意味着两种可能的加息情景：一种是7、9、11、12月分别加息75、50、25、25个基点；另一种是7、9、11月分别加息75、50、50个基点，12月暂停加息。与我们对于“Q3末加息放缓，Q4加息可能停止”的判断基本一致。（详见《美国经济衰退的可能性在增大》）

美国信用溢价持续反弹（60%分位），美国投机级和投资级的信用溢价处于上行通道中（58%分位和61%分位）。信用环境再次开始转紧，需要关注高收益债的长尾信用风险。同时，本轮非美经济体的金融环境相较美国恶化的更加严重，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。

6月第4周，道琼斯、纳斯达克指数和标普500均录得涨幅，VIX仍在27左右的高位震荡。三大美股指的风险溢价近期变化不大：标普500和道琼斯的风险溢价处于中性偏高和中性位置（处于1990年以来的62%历史分位和51%历史分位），估值分别处在中性偏便宜和中性的区间内；纳斯达克风险溢价下降至34%分位，估值中性偏贵。

目前标普500点位接近我们在《后周期美股表现三段论》中的基准假设（美债长端利率2.5%，ERP上涨2.3%，对应20.8X估值，全年EPS增速为0）。如果加息和衰退超预期，偏悲观情形（参考18年）和极悲观情形（参考08年）对应的下跌的底部为3360点和2839点。

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