

风险定价-价值和成长短期盈亏比进一步拉开

证券研究报告

2022年07月15日

7月第3周资产配置报告

7月第2周各类资产表现：

7月第2周，美股指数多数上涨。Wind全A下跌了0.40%，成交额5.5万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，农林牧渔、电力及公用事业和电力设备及新能源表现靠前；房地产、建材和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨0.05%，国债指数下降0.14%。

7月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——大盘成长和大盘价值的短期盈亏比进一步拉开，价值补涨动能较强

债券——流动性溢价反弹受阻，再次回到历史低位

商品——铜油比创14年来新低，铜的性价比开始显现

汇率——美元已经接近我们模型预测的月度高点（110）

海外——衰退交易出现反复但仍是主要方向

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

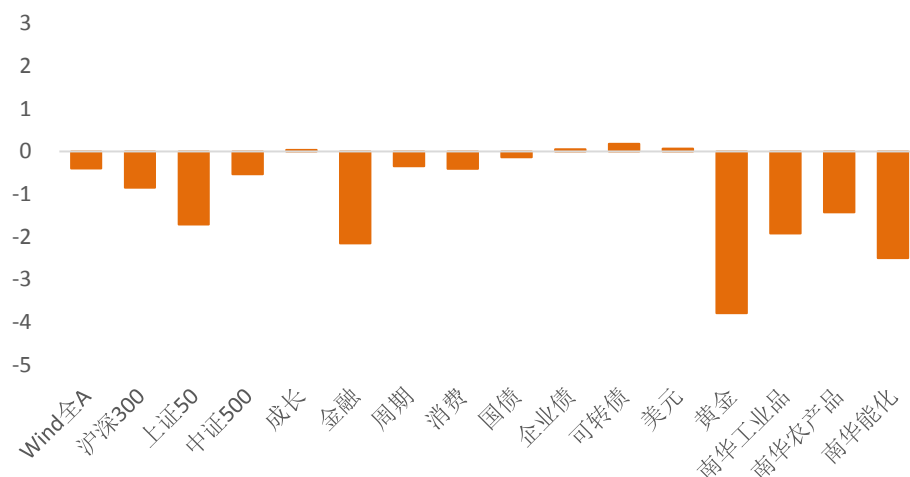
相关报告

1 《宏观报告：3季度稳增长可能会超预期》2022-07-12

2 《宏观报告：别恐慌！这次可能只是浅衰退！-别恐慌！这次可能只是浅衰退！》2022-07-11

3 《宏观报告：房地产市场初步企稳》2022-07-11

图 1：7 月第 2 周各类资产收益率(%)



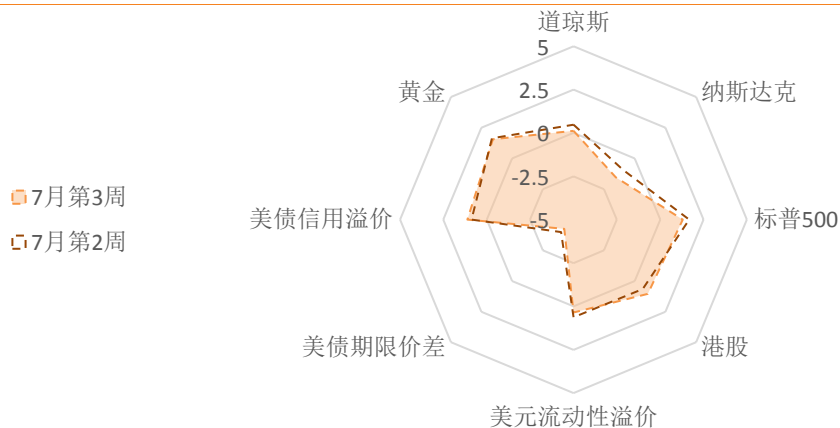
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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：大盘成长和大盘价值的短期盈亏比进一步拉开，价值补涨动能较强

7月第2周，国内疫情出现小幅反复，7月2日起全国本土实际新增确诊病例（新增确诊+新增无症状感染-转归）重新上升至300人以上。7月2日至9日，高风险地区数量从95上升至260，中风险地区从34上升至300。根据交通运输部数据，受疫情反复和618快递过峰的影响，7月3日-9日铁路货运发运量环比下降2.5%至7215.9万吨，高速公路货车通行数量环比下降1%至4877.05万辆，民航保障货运航班数环比下降7.1%至5154架次。政策边际放松后疫情反复的概率加大，对经济造成扰动的频次也有所加大，但我们认为大概率不会再次出现3月上海级别的疫情。

7月第2周，A股市场没能延续上涨，Wind全A回调0.40%，金融股领跌2.15%，消费股和周期股下跌0.40%、0.34%，成长股与上周基本持平，小幅收涨0.04%。中盘股表现占优大盘股，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）分别下跌1.71%、0.85%和0.53%（见图1）。

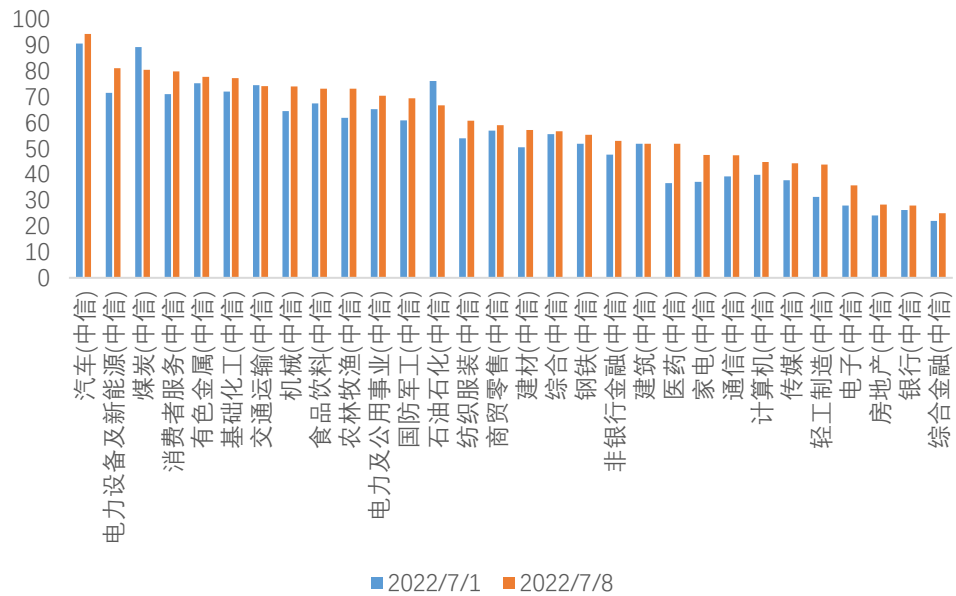
7月第2周，所有板块指数的短期拥挤度持续反弹，周期股的短期拥挤度进一步上升（68%分位），消费股和成长股的短期拥挤度迅速上行至中位数下方47%分位和42%分位，金融股的短期拥挤度走出历史较低水平，来到32%分位。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>消费>成长>金融。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的短期拥挤度继续处于上行通道（51%、52%和43%）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50≈沪深300>中证500。

本轮反弹到目前为止，成长的表现明显强于价值，成长风格的交易拥挤度的绝对位置和回升速度都高于价值风格。目前六个风格指数（大/中/小盘价值/成长）之中，**大盘成长的交易拥挤度最高**（77%分位，较上周上升9%）、中盘成长的交易拥挤度同样上升9%至69%分位，中盘价值、小盘价值和小盘成长与上周差别不大，目前交易拥挤度仍略低于中性（42%、43%和49%），大盘价值的交易拥挤度修复最慢，目前处在29%的较低位置。**大盘成长和大盘价值的短期盈亏比差距进一步拉开，高低切换的可能性上升。随着防疫、地产、稳增长政策等方面的利多因素加快落地，对经济修复斜率更加敏感的大盘价值风格可能开始加快修复。成长需要关注高景气度的确定性和流动性宽松环境的持续状态。**

7月第2周，情绪的钟摆延续5月以来的改善状态，一级行业中除煤炭和石油石化以外，交易拥挤度都相较上周有所提升。30个行业的平均拥挤度分位数继续回升（59%分位，前值54%分位），交易拥挤度在中性水平以上的行业占比超过三分之二（本周21个，上周19个）。以往情绪深度见底后的拥挤度回升幅度都相对较大，行业平均拥挤度回升至80%分位左右才宣告反弹结束，如果平均拥挤度升至70%分位上方，需要灵活应对政策面的持续性和流动性的变化。

电子（36%分位）、银行（28%分位）、房地产（28%分位）、综合金融（25%分位）的拥挤度回升较慢。考虑基本面改善的顺序，金融、地产、家电等价值板块，TMT、医药等成长板块还有情绪修复的空间。较高的短期盈亏比已经开始吸引资金的关注，7月第2周，电子和医药的主力资金流入额已经进入前十名（第6和第9）。

图4：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

7月第2周，宽基指数与板块的风险溢价普遍延续下行趋势，Wind全A目前估值水平处于【较便宜】区间（见图2），上证50和中证500的风险溢价较上周大幅回落，估值来到【中性偏便宜】水平，沪深300的估值维持【较便宜】水平。金融估值【便宜】（85%分位），周期估值【便宜】（87%分位），成长估值【便宜】（79%分位），消费估值【中性】（50%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

7月第2周，北向资金周度净流入35.6亿人民币，北向大幅流入的趋势放缓，天齐锂业、贵州茅台和宁德时代净流入规模靠前。南向资金净流出37.82亿港元，南向交易情绪有所降温，恒生指数的风险溢价较上周上涨，性价比较高。

2. 债券：流动性溢价反弹受阻，再次回到历史低位

7月第2周，央行公开市场操作净回笼250亿，资金面保持平稳，流动性溢价冲高回落至历史低位（5%分位，前值13%分位），处于【极宽松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（94%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的矛盾仍在延续，流动性溢价向中性修正的路标是后续央行的货币政策态度。

7月第2周，期限价差持续维持在较高位置（84%分位），久期策略性价比较高。信用溢价进一步下跌，处于历史低位（4%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级和中低评级信用债估值都极贵（信用溢价持续下行至6%和1%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。

7月第2周，债券市场的乐观情绪持续降温。利率债的短期交易拥挤度大幅回落至中低水平（31%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度与上周基本持平（79%分位）。信用债的短期交易拥挤度小幅下跌（33%分位）。

3. 商品：铜油比创14年来新低，铜的性价比开始显现

能源品：7月第2周，布伦特油价平均下跌3.88%至107.15美元/桶。原油供给端并未出现重大变化，美国原油产能利用率与上周基本持平，产量维持在较高水平（1210万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回升。需求端，北半球仍处在暑假出行高峰期。布油价格周中跌破100美元/桶，主要原因是衰退预期的加速定价和美元指数的快速走高，但在需求旺季过去之前延续快速下降趋势的难度较大。本周拜登访问中东和沙特，将对油价的后续走势和通胀预期有重要影响。

基本金属：7月第2周，LME铜继续走弱，收跌3.41%，录得7774美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅回升（19%分位），市场对衰退交易的定价继续加剧。在油价

回调的背景下，铜油比仍创下了 14 年以来的新低，铜的中期性价比逐渐回升至较高位置，性价比开始逐渐显现。7 月第 2 周，其他基础金属价格多数下跌，沪铝收跌 3.19%、沪镍收跌 5.57%。

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，最好的时间还没有到来。7 月第 2 周，伦敦现货金价震荡下行 3.78%，收于 1742 美元，美元的快速上冲可能是黄金调整的主要原因。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持在 66%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。

7 月第 2 周，工业品的风险溢价继续上行，农产品和能化品的风险溢价全线反弹，但处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：美元已经接近我们模型预测的月度高点（110）

7 月第 2 周，美元指数收涨 1.69%至 106.90，欧元兑美元下跌 2.30%。在美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转，目前美元指数已经接近我们模型预测值的高点（7 月上升至 110 附近）。

美元流动性溢价震荡下行，目前处在中性偏紧的位置（54%分位）。7 月第 2 周，受衰退预期的驱动，在岸美元流动性溢价连续两周回落，目前处在中低位置（16%分位）。离岸美元流动性溢价与上周基本持平，维持在历史高位（91%分位），在岸和离岸流动性差异显示非美市场金融环境相较美国在岸市场更加紧张。

7 月第 2 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率升值贬值 0.10%至 6.695，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迅速回落，下降至 27%分位（上周处在 60%分位），情绪再次降温。人民币性价比仍在绝对低位，1/2 年期中美国债利差小幅回升但仍处在历史绝对低位。

5. 海外：衰退交易出现反复但仍是主要方向

美国劳工部发布的报告显示，6 月非农就业增长小幅放缓，但仍大超预期。6 月新增 37.2 万非农就业，预期 26.8 万，超预期幅度创下今年 2 月以来的新高。失业率保持不变，劳动参与率下降，薪酬环比增速较上月小幅下降，劳动力市场仍然保持强劲。非农数据超预期给前期火热的衰退交易踩了一脚刹车。

债市衰退交易出现反复。7 月第 2 周，10Y 名义利率突破 3%，上行 21bp 至 3.09%，10Y 实际利率上行 18bp 至 0.72%，接近我们的实际利率模型 7-8 月给出的全年高点（0.77%）。前期实际利率的高点已经高于模型给出的全年高点（0.77%），我们认为实际利率再创新高的难度较大，10 年期盈亏平衡通胀预期小幅回升至 2.4%。10 年-2 年的美债期限结构非常平坦，10 年-3 个月利差继续快速收窄（目前已经回落至 111bp，如果 7 月加息 75bp、9 月加息 50bp，利差将出现倒挂）。

7 月第 2 周，CME 美联储观察显示，全年加息次数预期再次高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期上升至 13.6 次（25bp 每次，包含已经加息的 6 次），7 月加息 75bp 的概率较上周大幅上涨（92.4%），7 月和 9 月共加息 150bp 的概率从上周的 14.9%回升至 31.4%，11-12 月共加息 75bp 的概率最高为 45.1%，共加息 50bp 的概率为 34.4%。美国信用溢价小幅上升（61%分位），美国投机级与投资级信用溢价均出现上行（59%分位和 63%分位）。信用环境再次开始转紧，需要关注高收益债的长尾风险。

7 月第 2 周，道琼斯、纳斯达克指数和标普 500 均录得涨幅，VIX 和 VVIX 从 6 月中旬 30 和 110 以上的高位震荡分别下行至 25 和 85 左右，但绝对水平仍不算低。利率重新上升之后，三大美股指的风险溢价较上周明显回落，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 63%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行至 34%分位，估值偏贵，中期来看纳斯达克性价比依然有限。

短期内经济和通胀数据仍然会给衰退交易带来扰动，从业绩上来看美股 Q2 的业绩压

力大于 Q1，更依赖风险偏好的成长股可能抢跑其他板块，但也需要货币政策转向的支撑（例如 18 年年底）。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）对应的标普 500 下跌的底部为 3400 点和 2900 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