

风险定价-美国宽松交易有望持续到 9 月

证券研究报告

2022 年 08 月 03 日

8 月第 1 周资产配置报告

7 月第 5 周各类资产表现：

7 月第 5 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 下跌了 0.28%，成交额 4.6 万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，综合、房地产和汽车表现靠前；消费者服务、食品饮料和医药等表现靠后。信用债指数上涨 0.17%，国债指数上涨 0.30%。

8 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——政策层面对经济增长的追求上了一个台阶，重点在抓存量政策的落实

债券——中低评级信用债性价比极低

商品——黄金的投资机会渐行渐近

汇率——在岸和离岸美元流动性环境逐渐收敛，美元再创新高的难度加大

海外——衰退交易基本定价，市场主线切换至边际宽松交易，未来仍存在不确定性

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；经济复苏斜率不及预期；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

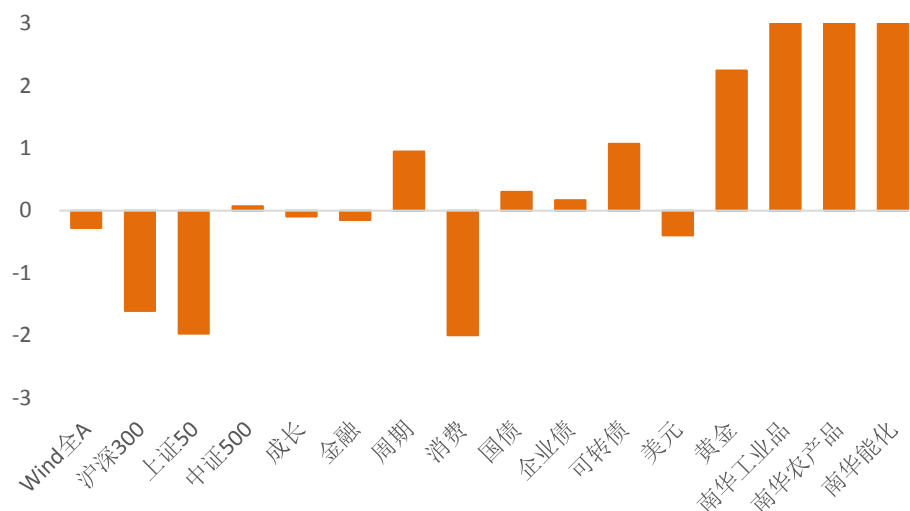
相关报告

1 《宏观报告：PMI 并不差，唯一需要担心的是出口》2022-08-02

2 《宏观报告：美联储下一个可能的错判 - 美联储下一个可能的错判》2022-07-29

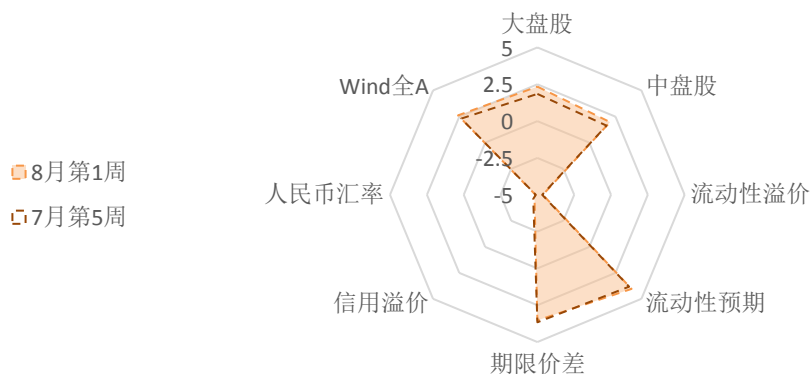
3 《宏观报告：经济是首要目标——7 月政治局会议的四个要点》2022-07-29

图 1：7 月第 5 周各类资产收益率(%)



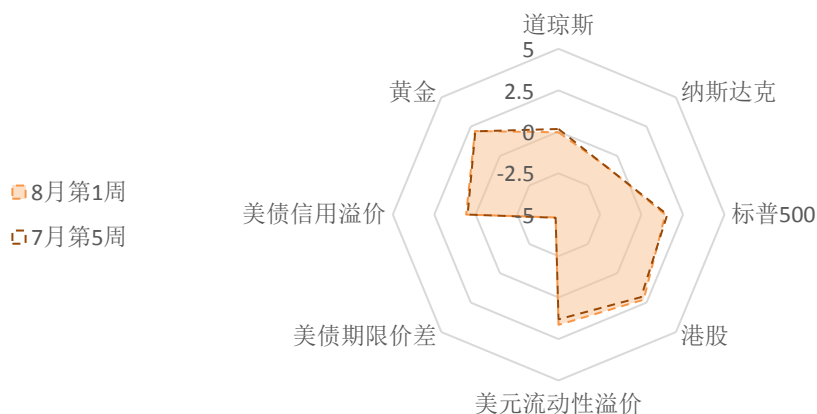
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 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 3：8 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：政策层面对经济增长的追求上了一个台阶，重点在抓存量政策的落实

国内新冠疫情过峰回落，新增感染（确诊+无症状-转归）回落至 300 附近（上周约 800）。物流运输出行数据均继续改善，7 月 24-30 日铁路货运发运量环比回升 1.1%（上周环比上升 1.3%），高速公路货车通行数量环比回升 0.9%（上周环比上升 1.0%），民航航班单日执行量 12053 班（上周 11075）。

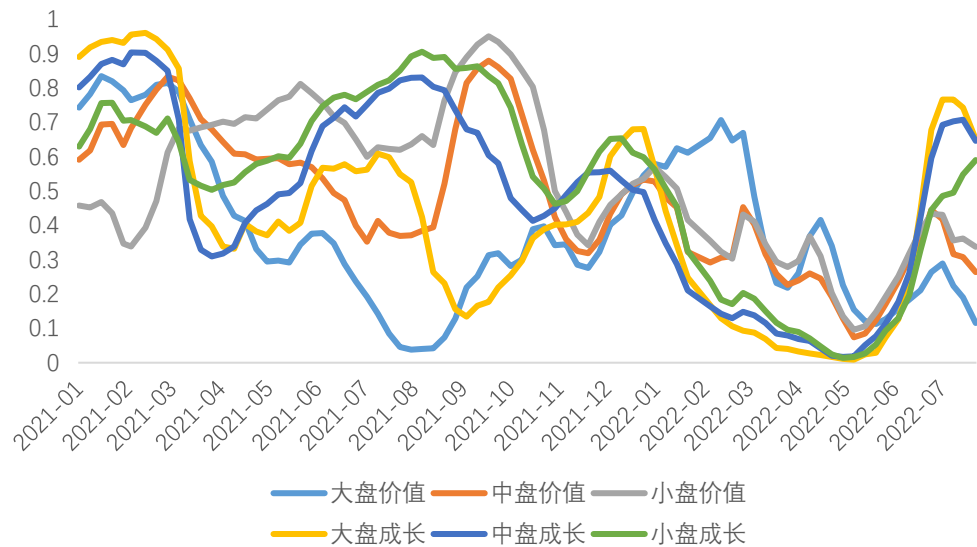
7 月第 5 周，Wind 全 A 下跌 0.28%，成交量持续下降，市场情绪较弱。消费股回落 1.99%，成长股、金融股小幅收跌 0.09%、0.15%，周期股止跌回弹 0.95%。中盘股表现优于大盘股，大盘股（上证 50、沪深 300）下跌 1.97%、1.61%，中盘股（中证 500）上涨 0.07%（见图 1）。

7 月第 5 周，市场延续震荡格局，只有小盘成长的拥挤度继续回升，其余风格的拥挤度都有不同程度的回落。

大盘成长的交易拥挤度触及历史高位后，成长股进入了流动性宽松和高景气度驱动的轮动阶段，大盘成长和中盘成长的交易拥挤度回落至 65%分位，小盘成长的交易拥挤度上升至 59%分位，成长股整体交易拥挤度仍明显高于价值股。

价值股的情绪回落较大，一方面，7 月 PMI 超预期回落至 49.0，市场对经济金融数据预测偏悲观，另一方面，市场认为 7 月政治局会议的增量政策支持力度不足。中盘价值和中小盘价值的拥挤度从中低位置进一步回落，大盘价值的拥挤度快速下降至 12%的低位（上周 19%）。

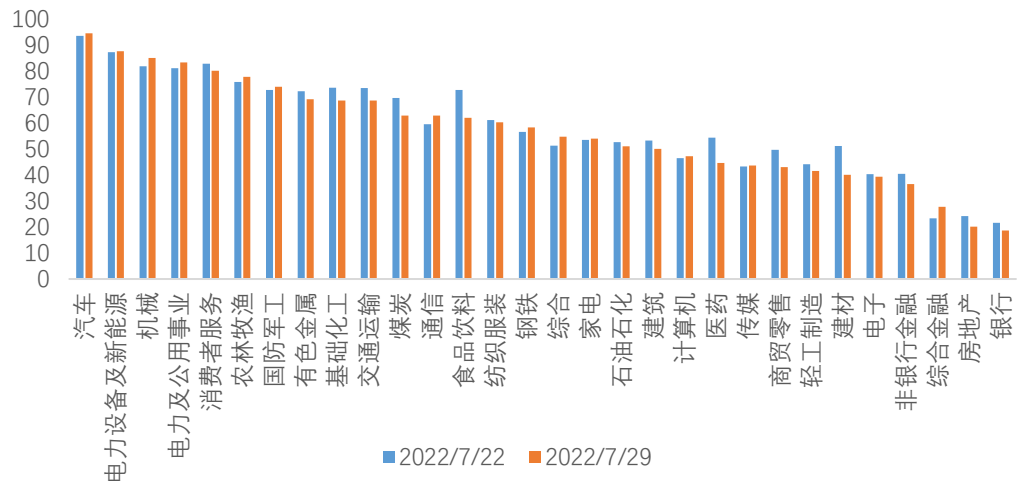
图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

7 月第 5 周，市场情绪小幅降温，一级行业中交易拥挤度较上周上升和下降的行业各有 13 与 17 个。30 个行业的平均拥挤度较上周小幅下降（59%下降至 57%），交易拥挤度在中性水平以上的行业占总数的三分之二（本周 20 个，上周 21 个，医药重新回落至中性下方）。电子、金融、房地产的拥挤度排名垫底，目前处在 20%-40%分位区间内。

图 5：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

7月第5周，宽基指数与板块的风险溢价与上周基本持平，Wind全A目前估值水平处于【较便宜】区间（见图2），上证50、沪深300和中证500的估值处于【较便宜】水平。金融估值【很便宜】（93%分位），周期估值【便宜】（89%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：金融>周期>成长>消费。

7月第5周，北向资金周度由净流出转为小幅净流入11.48亿人民币，华友钴业、招商银行和美的集团净流入规模靠前。南向资金净流入5.36亿港元，恒生指数的风险溢价持续上涨，性价比较高。

2. 债券：中低评级信用债性价比极低

7月第5周，央行公开市场操作净回笼3640亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（4%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期维持在历史高位（90%分位）。中期流动性向中性方向靠拢的概率较大，但考虑到三季度需要配合稳增长发力和经济尽快回到正常区间，且房地产领域的信用风险尚未完全缓解，流动性快速收紧的概率不大。

7月第5周，期限价差较上周小幅下跌，但仍维持在较高位置（85%分位），久期策略性价比比较高。信用溢价回落，处于历史低位（3%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（信用溢价分别回调至5%分位和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5周，债券市场的乐观情绪持续回温。利率债的短期交易拥挤度连续两周大幅回升，目前已经来到中位数下方（44%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度仍处在下行通道（65%分位）。信用债的短期交易拥挤度延续上行趋势，目前已经来到中位数附近（49%分位）。

3. 商品：黄金的投资机会渐行渐近

能源品：7月第5周，布伦特油价止跌回弹，上升5.3%至104美元/桶。供给方面，OPEC+将于8月第1周决定9月增产目标，由于闲置产能和油田投资不足等因素的限制，市场对OPEC增产的预期较为悲观。同时，由于北溪一号涡轮机检修故障，俄罗斯向欧洲供气速度大幅下降（目前仅为最大日供气量的20%），如果北溪一号不能尽快恢复输气能力，欧洲将很难在11月之前完成入冬前的补库，欧洲“断气”风险进一步上升，天然气价格冲高将带动石油价格回升。需求方面，本周变化不大。

基本金属：7月第5周，LME铜大幅收涨6.34%，录得7925美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度没能延续上涨趋势，回落至22%分位。在油价回调的背景下，铜油比仍在14年以来的新低附近，铜的中期性价比较高。7月第5周，基础金属价格多数持续回升，沪铝和沪镍分别上涨4.60%和2.43%。

贵金属：加息预期开始逐渐见顶，衰退预期上升，前期对金价来说的一对矛盾因素开始逐渐变为同向，黄金最好的投资时间渐行渐近。7月第5周，伦敦现货金价震荡上行2.24%，收于1765美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度维持在71%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量与上周基本持平，维持在去年三月以来的高位。

对比金价、美债10Y利率和铜价加息周期以来的表现，我们可以发现市场的定价经历了紧缩→衰退→宽松的主线变化。

3月-5月中，市场的主要交易逻辑是紧缩，金价与铜价受金融属性驱动向下，美债利率单边回升。4月CPI同比开始回落的时间点基本是第一阶段美债的高点、铜价和金价的低点，五月下半月三个资产的动量都有小幅反转。

此后衰退与紧缩交替定价，临近FOMC或者就业数据公布的时间点紧缩逻辑占上风，而一旦类似消费信心指数这类经济数据出炉时又回到衰退定价。因为两者对铜价都是利空，因此无论何为交易主线，铜价都是单边下跌，而美债和黄金则主要是以震荡为主。

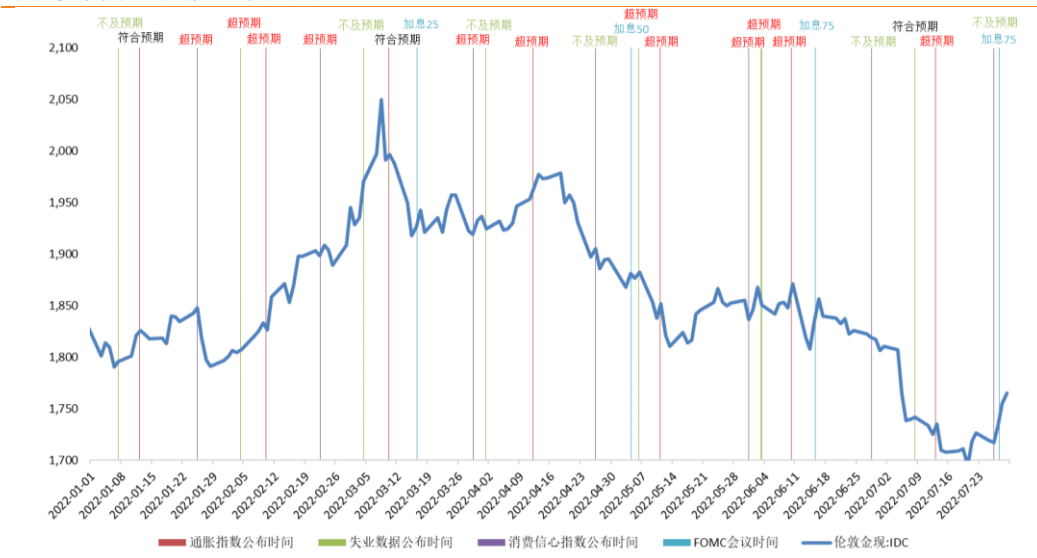
直到7月消费信心数据创下数十年来的新低，GDPNow对2季度的GDP预测值再次大幅下修，市场开始完全转向衰退定价，美债利率开始趋势回落。即使6月的CPI数据再超预期，美债利率也没有像5月通胀数据公布时那样大幅上行。利率对通胀数据逐渐钝感可能意味着本轮美债利率的高点已经出现了。

而随着加息预期上修的可能性下降和衰退预期的逐渐定价，金价与铜价近半年以来金融属性的压制也逐渐松绑，开始定价货币紧缩的压力缓和，铜价对经济数据不及预期也逐渐钝感，价格出现反弹。

到9月议息会议之前，预计流动性宽松预期的主线还能延续。之后的不确定性在于欧洲冬天能源供应的问题能否妥善解决，以及极低的失业率是否会导致联储对衰退产生误判，加快紧缩步伐。

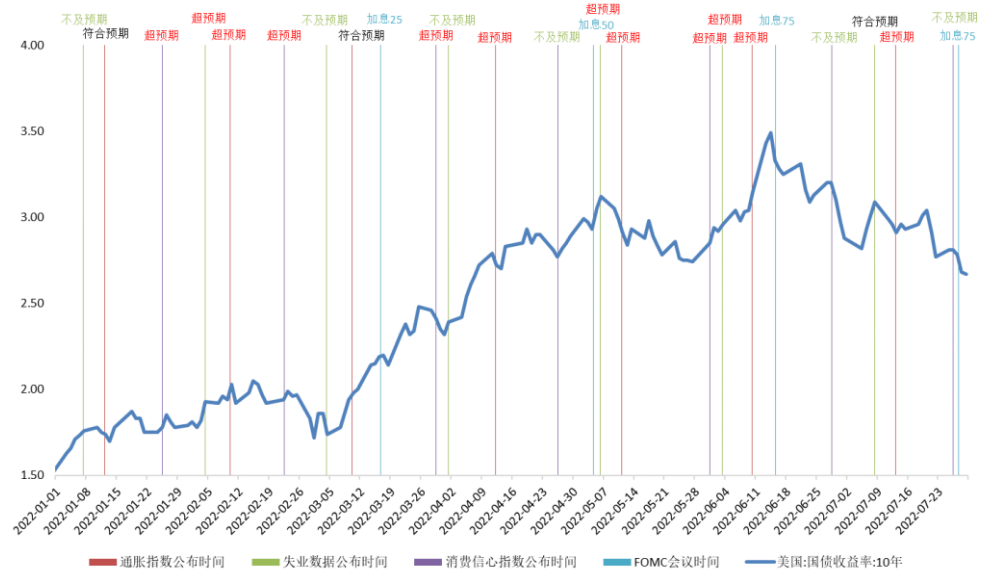
四季度如果重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，铜价将开始面对一组矛盾的定价逻辑（类似黄金6月至7月的局面），价格可能仍有反复。

图6：本轮加息周期内的黄金走势



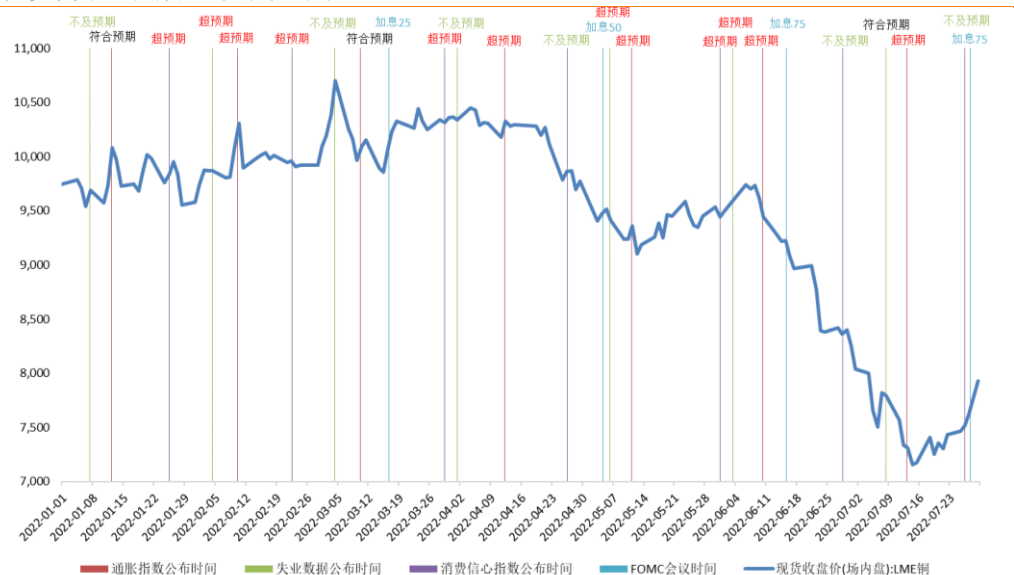
资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：本轮加息周期内的10Y美债利率的走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图8: 本轮加息周期内的伦敦铜的走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

7月第5周，工业品、农产品和能化品的风险溢价回调，处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：在岸和离岸美元流动性环境逐渐收敛，美元再创新高的难度加大

欧元兑美元上涨 0.11%，美元指数收跌 0.67%至 105.84。虽然欧元区超预期加息，但与美国相比，欧元区受俄乌冲突的影响更为直接和严重，加息的空间也更为逼仄，在美国进入实质性衰退之前，欧元汇率的弱势难以有效扭转。

美元流动性溢价持续回升，处在中性偏紧的位置（66%分位）。7月第5周，在岸美元流动性溢价连续三周上涨，目前已经来到中位数附近（46%分位）。离岸美元流动性溢价下跌，但仍维持在历史高位（87%分位），欧元区的流动性风险持续累积，目前处在较高水平。在岸和离岸美元流动性环境逐渐收敛，美元再创新高的难度逐渐加大。

7月第5周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率小幅收跌 0.13%至 6.74，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连续一个月回落至 14%

分位（上周处在 16%分位），情绪降温。人民币性价比前期有所回温，但仍在绝对低位。

5. 海外：衰退交易基本定价，市场主线切换至边际宽松交易，未来仍存在不确定性

7 月的 FOMC 会议如期加息 75bp，但没有给出对后续加息节奏的预期指引。发布会上鲍威尔提及“未来的某一个时间点放慢加息节奏将会是合适的”，被市场理解为是逐渐放慢加息节奏的信号。市场开始从衰退定价转为边际宽松定价。但需要注意的是，市场主线的切换仍存在不确定性：欧洲秋冬季能源供应带来的通胀继续上台阶的隐忧，和由于失业率仍在历史低位，联储对经济衰退可能存在误判导致加息退出慢于预期。目前看，4 季度还存在滞胀交易回归的可能性。

7 月第 5 周，10Y 名义利率下行 10bp 至 2.67%，10Y 实际利率迅速下行 29bp 至 0.14%，自 6 月 14 日已累积下降 75bp。10 年期盈亏平衡通胀预期回升至 2.53%。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 26bp，9 月加息后倒挂的概率较高），衰退预期的交易也基本定价。

7 月第 5 周，CME 美联储观察显示，全年加息次数预期维持在高位，期货隐含的全年加息次数预期略微下跌至 12.9 次（每次 25bp，前值 13.1 次），9 月加息 50bp 的概率为 72.0%，9 月和 11 月共加息 75bp 的概率上升至 68.0%。美国信用溢价回升（56%分位），美国投机级与投资级信用溢价均处在中性偏高位置（52%分位和 59%分位），此次企业部门在经济衰退中受损于薪资增速上涨和融资成本上升，未来需要关注高收益债的长尾风险。

7 月第 5 周，道琼斯、纳斯达克指数和标普 500 均录得涨幅，VIX 从 6 月中旬 30 以上的高位震荡分别下行至 21 左右。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 64%历史分位和 50%历史分位），估值分别处在中性偏便宜和中性的区间内；纳斯达克风险溢价维持在 41%分位，估值中性偏贵。未来联储加息节奏实际放缓以及业绩的二阶导出现后，纳指反弹的上限会真正打开。（详见《三季度的主要交易逻辑》）

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