

# 风险定价-大盘价值拥挤度创年内新低

证券研究报告

2022年08月13日

## 8月第2周资产配置报告

8月第1周各类资产表现：

8月第1周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了0.54%，成交额5.2万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，电子、计算机和通信表现靠前；房地产、家电和建筑等表现靠后。信用债指数上涨0.27%，国债指数上涨0.33%。

8月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪继续降温，建材、金融、地产的拥挤度垫底

债券——流动性溢价创下20年6月以来的新低

商品——库存意外回升，衰退交易加速

汇率——美元模型显示7月可能是阶段高点

海外——在非农数据超预期的驱动下，9月加息75bps的预期快速上升

**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

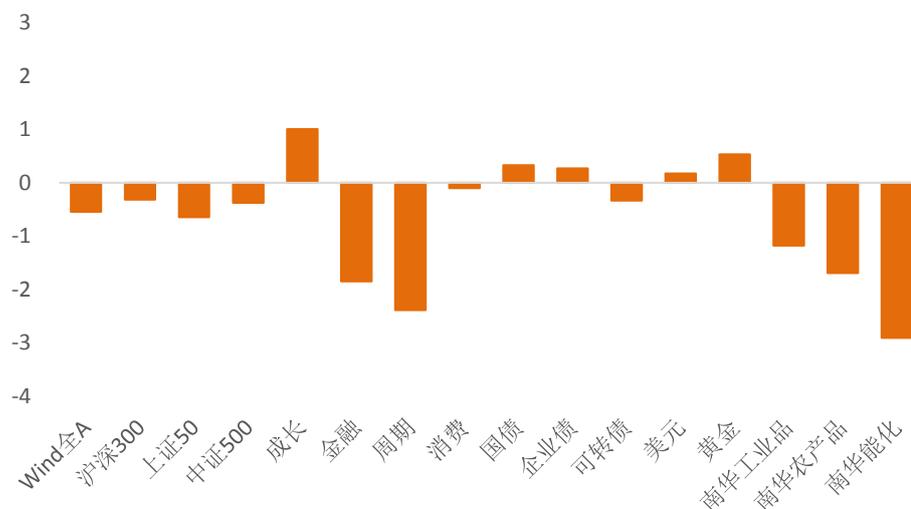
相关报告

1 《宏观报告：宏观点评-7月非农就业点评》2022-08-07

2 《宏观报告：风险定价-美国宽松交易有望持续到9月-8月第1周资产配置报告》2022-08-03

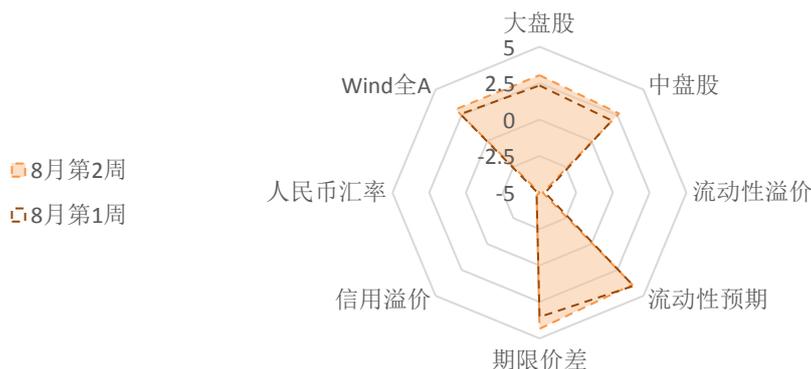
3 《宏观报告：PMI并不差，唯一需要担心的是出口》2022-08-02

图 1：8 月第 1 周各类资产收益率(%)



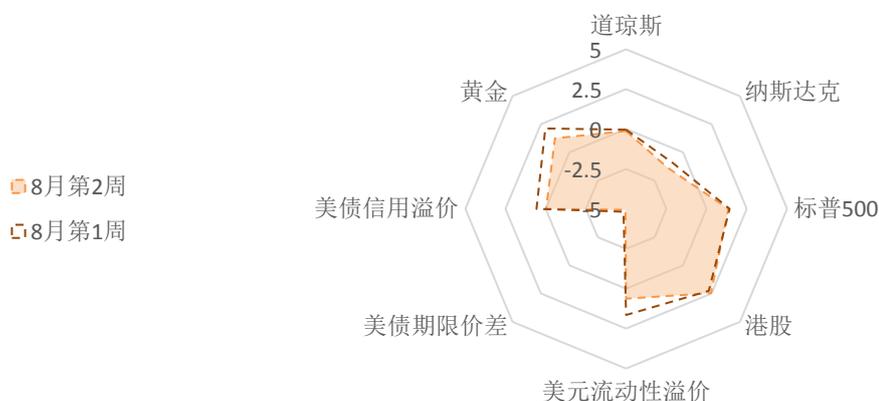
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 月第 2 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 2 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：市场情绪继续降温，建材、金融、地产的拥挤度垫底

国内新冠疫情有所反复，新增感染（确诊+无症状-转归）重新回升至 700 附近（上周约 300）。物流运输出行数据与前期持平，8 月第 1 周，铁路货运发运量与 7 月平均水平基本持平，（7277.7 万吨 vs 7334.3 万吨），高速公路货车通行数量相较 7 月平均水平上升 0.8%（4970.96 万辆 vs 4929.4 万辆），民航航班单日平均执行量 12,472.71 班（7 月平均为 11,605.53 班）。

8 月第 1 周，A 股市场延续下行趋势，Wind 全 A 下跌 0.54%，成交量小幅上涨，量能有所回升。周期股、金融股和消费股分别收跌 2.39%、1.85%和 0.10%，成长股止跌回弹 1.01%。市值风格上分化不大，大盘股（上证 50、沪深 300）和中盘股（中证 500）分别下跌 0.64%、0.32%和 0.38%（见图 1）。

8 月第 1 周，市场情绪有所降温，只有小盘成长的拥挤度与上周持平，其余风格的拥挤度都有不同程度的回落。

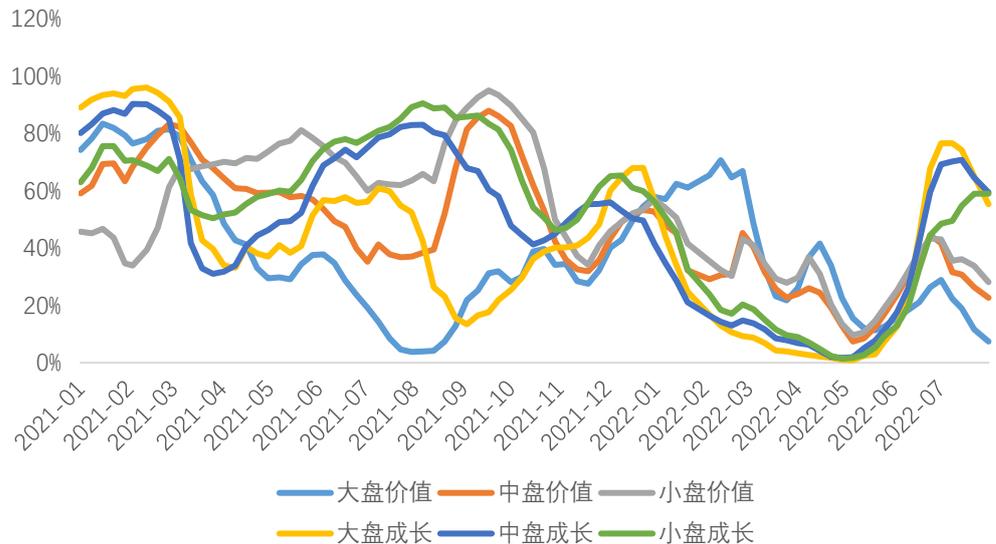
图 4：8 月第 1 周，市场情绪有所降温



资料来源：Wind，天风证券研究所

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，大盘成长交易情绪回归中性（拥挤度处在 55%分位）；中盘成长的交易拥挤度回落至 60%分位，小盘成长的交易拥挤度与上周持平（59%分位），成长股整体交易拥挤度仍明显高于价值股。价值股的情绪继续回落，中盘价值和中小盘价值的拥挤度从中低位置进一步回落（目前 23%和 28%分位），大盘价值的拥挤度快速下降至 7%的低位（上周 12%），目前超卖幅度超过 5 月初，短期盈亏比来到高位。

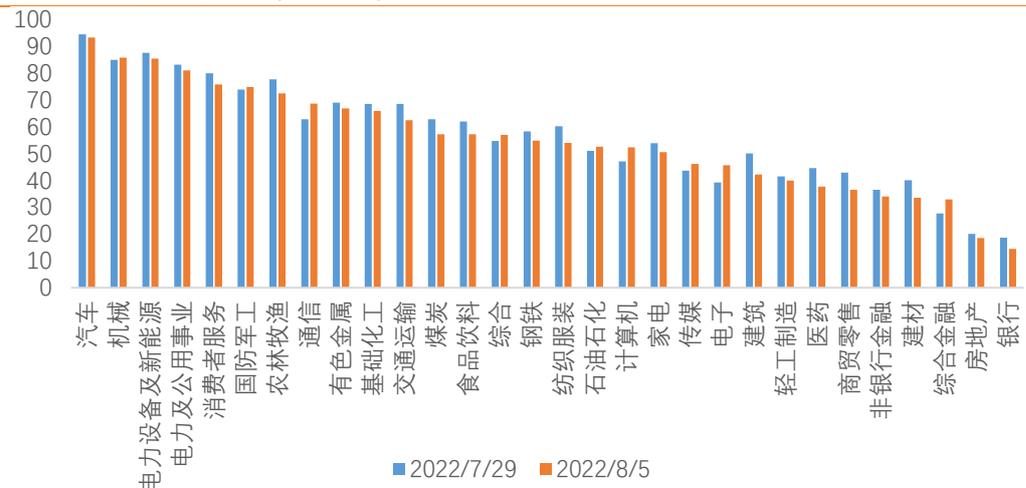
图 5：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第1周，市场情绪继续降温，30个一级行业中交易拥挤度有21个行业较上周有所下降。行业的平均拥挤度逐渐回归中性，较上周小幅下降（57%下降至55%），交易拥挤度在中性水平以上的行业个数接近总数的三分之二（本周19个，上周20个，建筑重新回落至中性下方）。医药、商贸零售、建材、金融和房地产的拥挤度排名垫底，目前处在20%-40%分位区间内。

图6：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第1周，宽基指数与板块的风险溢价较上周回升明显，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（见图2），上证50、沪深300的估值来到【便宜】水平，中证500的估值处于【较便宜】水平。金融估值【很便宜】（94%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（85%分位），消费估值【中性偏便宜】（64%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

8月第1周，北向资金周度由净流入转为小幅净流出12.33亿人民币，北向情绪再次降温，立讯精密、中国中免和五粮液净流入规模靠前。南向资金净流入77.28亿港元，南向交易情绪持续回温，恒生指数的风险溢价上涨，性价比较高。

## 2. 债券：流动性溢价创下20年6月以来的新低

8月第1周，央行公开市场操作净回笼1860亿，资金面保持平稳，流动性溢价下跌至历史低位（2%分位），创下20年6月以来的新低，接近20年2季度的历史【最宽松】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）。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。未来流动性边际缓慢收紧的信号可能是实体融资需求的回升，需要关注后续的金融数据。

8月第1周，期限价差回升至高位（93%分位），久期策略性价比较高。信用溢价与上周基本持平，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（信用溢价维持在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。

8月第1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从上周中低位置（44%分位）迅速上行至中性偏拥挤位置（64%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度持续回落，来到中位数附近（57%分位）。信用债的短期交易拥挤度连续一个月大幅上升，目前已经来到中位数上方（59%分位）。

### 3. 商品：库存意外回升，衰退交易加速

**能源品：**8月第1周，布伦特油价大幅回落9.0%至94.66美元/桶。供给方面，8月3日OPEC+宣布，9月日产出增加10万桶，大幅小于此前同意的60万桶/日的增产幅度，不及市场预期，供给进展的局面变化。但数据显示前期支撑油价的旺季需求可能提前退坡。EIA显示的原油库存意外回升446.7万桶，而预期为减少62.9万桶，数据显示出美国汽油消费疲弱，美国汽油需求已经低于2020年。原油需求的快速回落给了市场加码衰退交易的底气。

**基本金属：**8月第1周，LME铜小幅收跌0.35%，录得7890美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度连续两周下跌至21%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。8月第1周，基础金属价格多数持续回升，沪铝和沪镍分别回调0.88%和上涨4.89%。

**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。8月第1周，伦敦现货金价震荡上行0.53%，收于1775美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度明显下挫至63%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。

到9月议息会议之前，衰退宽松的交易逻辑有望延续。后续的不确定性在于欧洲冬天气能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。如果重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，宽松逻辑下金价的表现也不会太差，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。

8月第1周，工业品、农产品和能化品的风险溢价处于历史低位，估值【贵】。

### 4. 汇率：美元模型显示7月可能是阶段高点

美欧的通胀变化和央行紧缩节奏趋于同步，在美德10Y实际利差从4月的高点（2%以上）回落至2月的水平（1.3%-1.4%）的驱动下，我们的美元指数模型预测值显示8月美元指数可能终止上升势头，从7月的高点开始小幅下降。

欧元兑美元下跌0.43%，美元指数收涨0.69%至106.57。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。

美元流动性溢价停止回升，目前处在中性偏紧的位置（56%分位）。8月第1周，在岸美元流动性溢价没能延续上涨趋势，迅速下行至较低位置（22%分位）。离岸美元流动性溢价回升，维持在历史高位（91%分位），在岸和离岸美元流动性环境再次加剧分化，美元并不具备大幅贬值的条件。

8月第1周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率略微上涨0.29%至6.76，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13%

分位（上周处在 14%分位），看多情绪降温到低位。人民币性价比下行至历史绝对低位（0.06%分位）。

## 5. 海外：在非农数据超预期的驱动下，9月加息 75bps 的预期快速上升

8月第1周，10Y 名义利率上行 16bp 至 2.83%，10Y 实际利率反弹，回升 23bp 至 0.37%。10年期盈亏平衡通胀预期下跌至 2.46%。10年-2年的美债期限结构非常平坦，10年-3个月利差重新收窄（目前已经回落至 25bp，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月非农新增就业人口 52.8 万人，大超市场预期的 25 万人。8月第1周，CME 美联储观察显示，全年加息次数预期高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期上升至 13.9 次（每次 25bp，前值 12.9 次），9月加息 75bp 的概率为 68.0%（上周为 28.0%），9月和11月共加息 100bp 的概率上升至 52.3%。

美国信用溢价下降至中位数附近（50%分位），美国投机级与投资级信用溢价下行至中性区间（44%分位和 56%分位）。预计美国企业部门在经济衰退中将受损于薪资增速上涨和融资成本上升，因此未来需要关注高收益债的长尾风险。

8月第1周，道琼斯录得涨幅，纳斯达克指数和标普 500 均录得跌幅，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轻微下跌：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 49%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 36%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