

风险定价-关注大小盘成长切换的机会

证券研究报告

2022年08月27日

8月第4周资产配置报告

8月第3周各类资产表现：

8月第3周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了0.28%，成交额5.2万亿元，日均成交额小幅上涨。一级行业中，电力设备及新能源、农林牧渔和房地产表现靠前；消费者服务、计算机和医药等表现靠后。信用债指数上涨0.27%，国债指数上涨0.86%。

8月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——如果小盘快速进入严重超买区间，可以关注大小盘成长切换的机会

债券——央行缩量降息续作尽量避免资金空转

商品——伊核协议谈判落地，但美国原油需求数据回暖，多空博弈焦灼

汇率——联储表态偏鹰，美元指数反弹

海外——10年-3个月国债利差接近倒挂，衰退交易逐渐充分

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

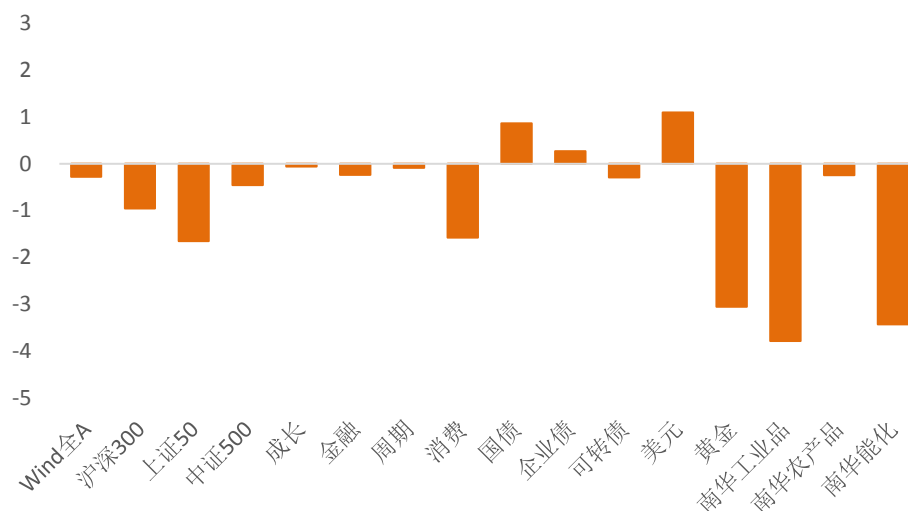
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

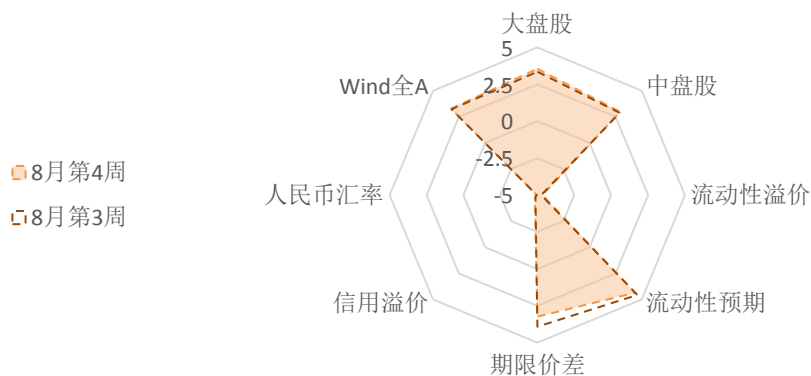
- 1 《宏观报告：不应低估政策力度——8月24日国常会点评》2022-08-25
- 2 《宏观报告：愈发不容忽视的能源真相》2022-08-23
- 3 《宏观报告：地产和实体经济的脱钩》2022-08-22

图 1：8 月第 3 周各类资产收益率(%)



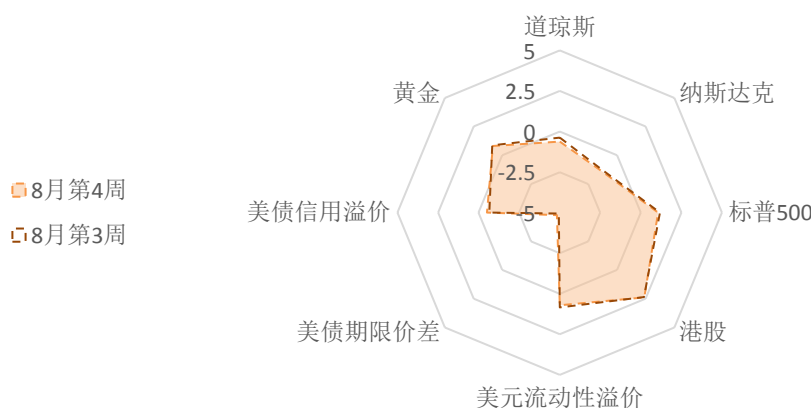
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 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 3：8 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。

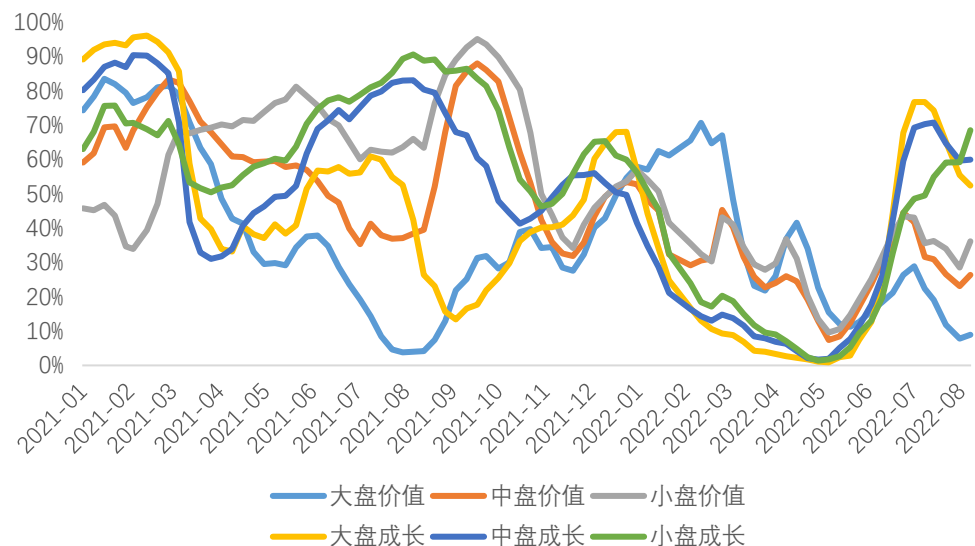
1. 权益：如果小盘快速进入严重超买区间，可以关注大小盘成长切换的机会

8月第2周，国内新冠疫情反弹延续，单日新增感染（确诊+无症状-转归）维持在五月中旬水平（周中突破3000例以上，周平均2400+例），截止8月20日，全国共有高风险地区1198个（上周608个），中风险地区899个（上周666个）。但物流运输出行数据重新回暖，8月14-20日铁路货运发运量环比回升2.0%（上周环比回落1.8%），高速公路货车通行数量环比回升2.1%（上周环比回落1.6%）。风险地区数量上升后，民航航班单日执行量下降至每日9000班以下（上周11615班，环比下降幅度超20%）。

8月第3周，A股市场没能延续上行趋势，全线回调，Wind全A下跌0.28%。成长股、周期股、金融股和消费股分别录得跌幅0.06%、0.09%、0.24%和1.58%。中盘股表现优于大盘股，大盘股（上证50、沪深300）和中盘股（中证500）分别收跌1.65%、0.96%和0.45%（见图1）。

小盘成长的交易拥挤度加速上升（74%分位），但距离极端超买的位置（85-90%分位）还有一些空间。大盘成长交易拥挤度逐渐回落到中性，成长风格在宽松的流动性环境下支持较强，如果小盘快速进入严重超买区间，可以关注大小盘切换的机会。中盘价值和中小盘价值的拥挤度小幅回升（目前31%和39%分位），大盘价值的拥挤度仍处在10%的低位（上周8%）。大盘价值的超卖幅度仍比今年5月更严重，短期盈亏比持续处在高位。

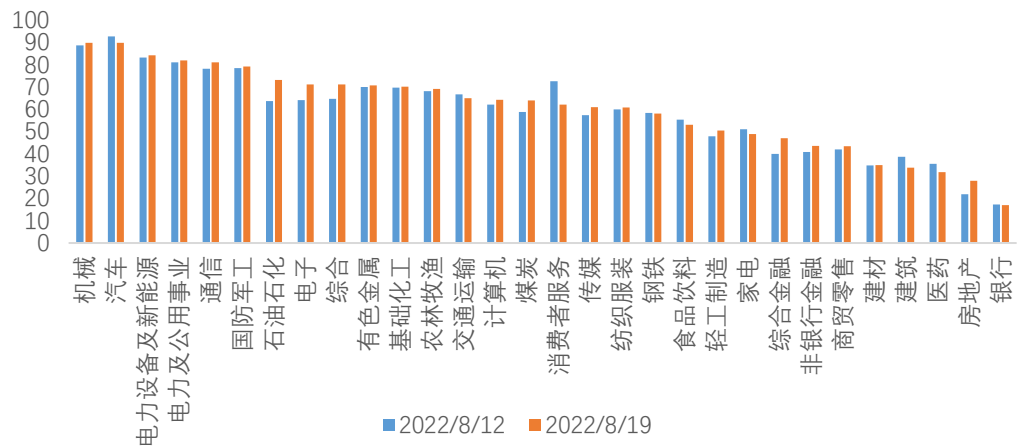
图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第2周，市场情绪有小幅改善，30个一级行业中交易拥挤度有21个行业较上周有所上升（上周为23个）。行业的平均拥挤度小幅回升（59%上升至60%），交易拥挤度在中性水平以上的行业个数与上周持平（21个）。机械、汽车、新能源、公用事业和通信的拥挤度最高，医药、建筑建材、银行、房地产的拥挤度最低。

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

8月第3周，北向资金周度净流入59.26亿人民币，北向情绪持续回温，宁德时代、隆基绿能和比亚迪净流入规模靠前。南向资金由净流入转为小幅净流出24.47亿港元，南向情绪有所降温，恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比较高。

2. 债券：央行缩量降息续作尽量避免资金空转

8月第3周，央行公开市场操作净回笼2180亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（3%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期小幅下跌，仍处在高位（94%分位）。8月15日，MLF“量缩价降”体现了央行的两方面考虑，一方面降息体现了政策稳增长的压力和决心；另一方面，缩量操作则体现了央行虽然短期为了“宽信用”容忍了资金利率与政策利率的背离，但是也要尽量避免资金空转。因此，后续随着经济逐渐企稳，市场利率还是会向政策利率回归。（详见《降息回应稳地产》）4月以来资金价格维持在低位大概率是央行有意为之，稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变调的路标是经济和信用数据的显著改善。

8月第3周，期限价差连续两周回落，但仍处于较高位置（82%分位），久期策略性价比较高。信用溢价维持在历史低位（2%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（信用溢价分别处在5%分位和0%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3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一个月大幅回升，迅速上行至拥挤位置（83%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度与上周基本持平（62%分位）。信用债的短期交易拥挤度小幅上涨，处在中性偏拥挤位置（69%分位）。

3. 商品：伊核协议谈判落地，但美国原油需求数据回暖，多空博弈焦灼

能源品：8月第3周，布伦特油价震荡下行2.0%，收于96.09美元/桶。据半岛电视台报道，欧洲就恢复伊核协议提出的“最终文本”中，包括释放数十亿美元被冻结的伊朗资金和石油出口的条款。伊核协定落地带来的供给释放预期对油价产生了拖累。需求方面，美国原油库存超预期下降，降幅为5月以来的最大值，原油需求数据走暖叠加欧洲天然气危机重燃，油价快速下跌仍然面临较大阻力。

基本金属：8月第3周，LME铜收跌0.06%，录得8087美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度维持在20%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3周，基础金属价格多数回调，沪铝和沪镍分别下跌1.31%和5.49%。

贵金属：加息预期见顶，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，无论后续主线是衰退还是滞涨，对金价来说都不是坏事，黄金最好的时间渐近，当前可能是一个比较好的左侧窗口。8月第3周，伦敦现货金价下行3.05%，收于1747美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度持续下挫至58%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量处在下行通道，但仍维持在去年三月以来的高位。在9月议息会议临近之前，除非8月通胀数据再超预期回升，否则市场很难推翻当前衰退宽松的交易逻辑。后续的不确定性在于今年冬天的欧洲能源供应问题，当前欧洲正面临罕见的干旱，今冬出现极端能源短缺已经有所征兆。如果后续重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，即使是衰退宽松交易，金价表现也不会太差。

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），价格可能震荡。8月第3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：联储表态偏鹰，美元指数反弹

联储官员表态偏鹰，市场对加息快速放缓的乐观预期出现反复。欧元兑美元收跌2.17%，美元指数上涨2.30%至108.11。美元流动性溢价略微下跌，处于中性偏紧的位置（57%分位）。8月第3周，在岸美元流动性溢价回调，处在较低位置（21%分位）。离岸美元流动性溢价持续上行，维持在历史高位（93%分位），欧元区的流动性风险自俄乌冲突开始已经累积了半年之久，目前处在较高水平。

8月第3周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率上行1.10%至6.82，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较上周回升至14%分位，看多情绪维持在低位。人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.3%分位）。

5. 海外：10年-3个月国债利差接近倒挂，衰退交易逐渐充分

多位美联储官员表示，美联储需要继续提高借贷成本以控制高通胀，不过加息的速度和幅度还在讨论中。美联储戴利表示，宣布战胜通胀还为时尚早。杰克逊霍尔全球央行年会将于8月26日召开。美联储主席鲍威尔将在会上发表讲话，这也将是美联储九月议息会议前鲍威尔最重要的一次讲话，同时7月PCE数据也将出炉，海外避险情绪提升，宽松交易逻辑出现反复，美元指数回升，美股开始调整。

8月第3周，10Y名义利率下行5bp至2.79%，10Y实际利率变化不大，下行2bp至0.35%。10年期盈亏平衡通胀预期下行3bp至2.44%。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7bp，9月加息后倒挂的概率较高），衰退预期的交易接近定价。

8月第3周，CME美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期与上周持平，维持在13.8次的高位（每次25bp），9月加息50bp的概率为59%，9月和11月共加息100bp的概率上升至50.2%（上周为49.8%）。美国信用溢价没能延续下行趋势，目前处在中位数下方（45%分位），美国投机级与投资级信用溢价分别上涨至41%分位和下降至49%分位），美国的信用环境边际走宽。

8月第3周，道琼斯、纳斯达克指数和标普500均录得跌幅，VIX小幅上涨至21左右。三大美股指的风险溢价较上周回落：标普500和道琼斯的风险溢价分别处于中性偏高和中性位置（处于1990年以来的61%历史分位和44%历史分位），估值分别处在中性偏便宜和中性区间内；纳斯达克的风险溢价下行至36%分位，估值中性偏贵。

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