

风险定价-美股只是熊市反弹

证券研究报告

2022 年 06 月 01 日

6 月第 1 周资产配置报告

5 月第 4 周各类资产表现：

5 月第 4 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 下跌了 1.21%，成交额 4.3 万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，煤炭、石油石化及交通运输表现靠前；电力设备及新能源、房地产和家电等表现靠后。信用债指数上涨 0.14%，国债指数上涨 0.5%。

6 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——疫后经济恢复斜率影响价值股的反弹空间和持续性

债券——流动性定价矛盾突出，需要提防催化剂出现

商品——铜持仓显示市场情绪悲观，衰退定价仍在继续

汇率——美元走强暂告一段落，进入横盘震荡阶段

海外——通胀拐点连续确认，美股只是熊市反弹

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

linyan@tfzq.com

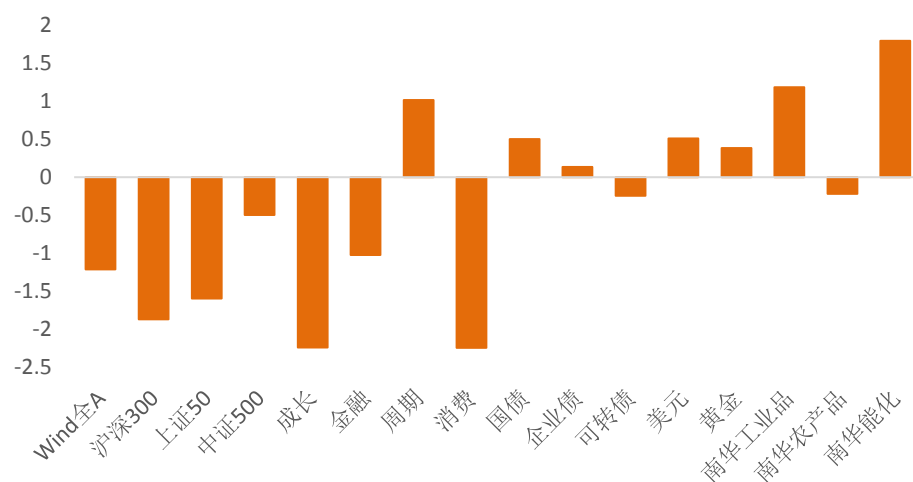
相关报告

1 《宏观报告：加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓-加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓》2022-05-28

2 《宏观报告：风险定价-海外衰退交易主线加剧-5 月第 4 周资产配置报告》2022-05-25

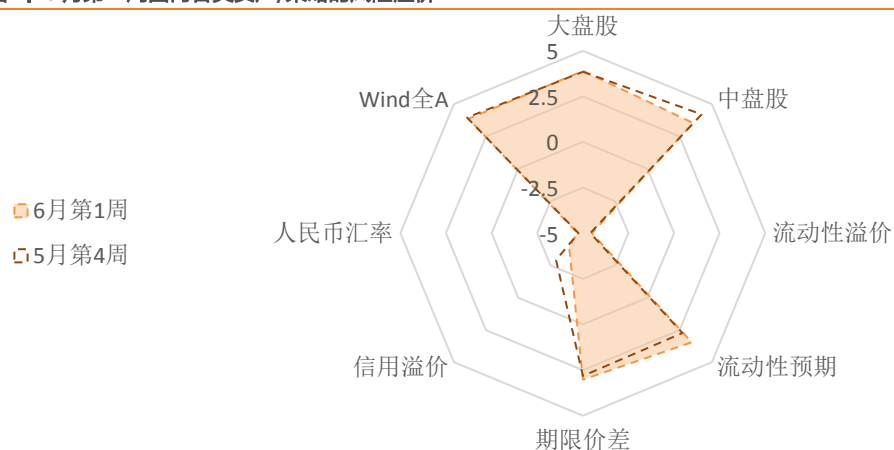
3 《宏观报告：天风问答系列：疫情后的供应链》2022-05-23

图 1：5 月第 4 周各类资产收益率(%)



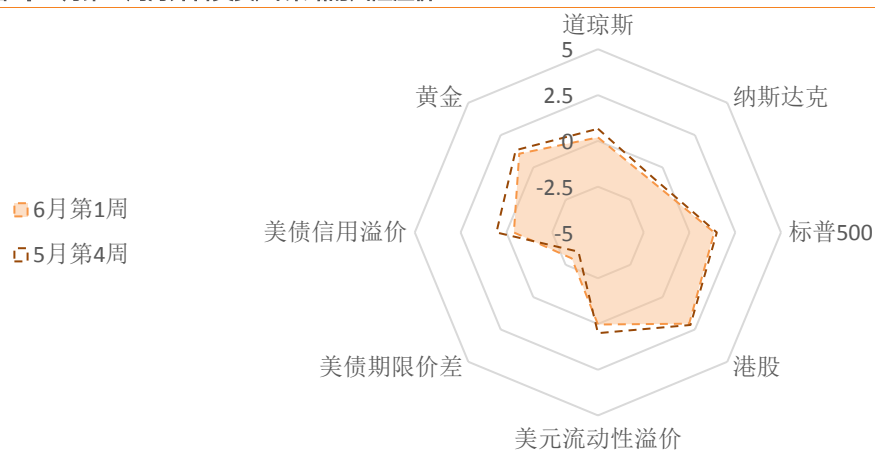
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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：疫后经济恢复斜率影响价值股的反弹空间和持续性

全国疫情进一步回落，上海社会面基本清零，其余省市单日新增中枢回落至 50 附近，报告单日新增的省份个数回落至 10 以内。目前来看，聚集性活动恢复迟缓，5 月以来，城市拥堵延时指数、航班执行情况小幅改善至 3 月中旬；公共交通（地铁客运量）和接触性消费（全国单日观影人次等）的同比状态仍然弱于 4 月。疫后经济恢复的斜率仍然存在不确定性，常态化防控的效果和稳经济政策的执行力是影响价值股反弹空间和持续性的关键。

5 月第 4 周，A 股市场多数回调，Wind 全 A 收跌 1.21%，消费股、成长股和金融股分别下跌 2.25%、2.24% 和 1.02%，周期股小幅收涨 1.02%。大盘股和中盘股均出现录得跌幅，大盘股（上证 50 和沪深 300）、中盘股（中证 500）收跌 1.60%、1.87% 和 0.50%（见图 1）。

5 月第 4 周，金融股的短期拥挤度维持在历史低位 8% 分位；周期股、消费股和成长股的短期拥挤度较上周出现明显回升，逐渐走出超卖区间分别来到 25% 分位、20% 分位和 17% 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）的短期交易拥挤度较上周有小幅上涨（20% 分位，23% 分位和 17% 分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：沪深 300>上证 50>中证 500。

行业平均交易拥挤度连续两周回暖，目前处在 16% 分位。5 月第 4 周，30 个行业中有 27 个行业的交易拥挤度回升，只有煤炭（78% 分位，较上周回升了 5%）和建筑（51% 分位，较上周回升了 2%）的交易拥挤度在中性水平以上。交易拥挤度在 5% 分位以下的行业个数降至 7 个（非银行金融、机械、传媒、轻工制造、计算机、电子、通信），上周为 10 个（汽车、综合金融和电新的拥挤度上升至 5% 以上）。

Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的估值处于【便宜】水平，中证 500 的风险溢价较上周大幅回落，估值来到【便宜】水平。金融估值维持【很便宜】（93% 分位），周期估值【很便宜】（98% 分位），成长估值【很便宜】（95% 分位），消费估值【较便宜】（68% 分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>成长>金融>消费。

5 月第 4 周，北向资金周度小幅净流出 95.80 亿人民币，顺丰控股、招商银行和长江电力净流入规模靠前。南向资金净流入 85.91 亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比较高。

2. 债券：流动性定价矛盾突出，需要提防催化剂出现

5 月第 4 周，央行公开市场操作净回笼 100 亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在低位（5% 分位），目前处于【极宽松】水平，接近 2020 年 3 月时的水平。极度宽松的流动性水平和人民币汇率贬值、通胀超预期上升是一对突出矛盾，如果出现催化剂导致定价矛盾爆发，类似 2020 年 4 月底-5 月初时的流动性溢价快速上升可能出现。中长期流动性预期持续抬升（84% 分位），5 月第 4 周，3M 的 FR007 利率互换价格出现小幅上行，远期市场对未来流动性预期谨慎。

5 月第 4 周，期限价差上行至较高位置（80% 分位），久期策略性价比比较高。信用溢价迅速下行至历史低位（11% 分位），不同信用等级的溢价均出现大幅回落，高评级信用债估值贵（信用溢价下跌至 16% 分位），中低评级信用债估值极贵（信用溢价处于 5% 分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比不高。

5 月第 4 周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债的短期拥挤度目前维持在中位数上方（59% 分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度由上周的低位回升至中位数附近（45% 分位）。信用债的短期拥挤度处于上行趋势，目前来到中高位置（67% 分位）。

3. 商品：铜持仓显示市场情绪悲观，衰退定价仍在继续

能源品：目前看来，虽然进展缓慢、但欧盟没有放弃对俄制裁计划。伊核问题谈判再

次陷入僵局，供给端修复的预期可为一波三折。需求端，原油正式进入北半球夏季的需求旺季，美国航空运输数量环比仍在改善，叠加亚洲疫情边际有所好转，燃油需求短期走强是大概率事件。在地缘政治冲突明显好转之前，油价高位震荡格局很难改变。

5 月第 4 周，布伦特油价窄幅震荡，上涨 2.13% 至 115.32 美元/桶。美国原油产能利用率边际上升，产量较上周维持不变（1190 万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅回升，仍处于低位。

基本金属：5 月第 4 周，LME 铜收涨 0.72%，录得 9490 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅上升（29%分位），略高于 2020 年 4 月疫情首次爆发阶段，市场情绪悲观。基础金属价格迎来小幅修复，沪铝、沪镍收涨 0.19%、2.33%。

贵金属：5 月第 4 周，伦敦现货金价震荡上行 0.38%，收于 1853 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度小幅下跌至 61%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量维持在去年三月以来的高位。

5 月第 4 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：美元走强暂告一段落，进入横盘震荡阶段

5 月第 4 周，10 年期美债实际利率小幅下行 12bp 至 0.11%，根据我们的实际利率模型预测，假设全年美联储将 FFR 调整至 2.25-2.50%（当前 CME FFR 期货显示的加息预期），10 年期美债实际利率 0.3%将是阶段性高点。

美元指数自前期高点持续回落，收跌 1.35% 至 101.65。美德实际利差的收敛是近期美元指数下行的核心驱动力之一。美联储加息预期放缓，美国经济减速迹象进一步显现，而欧央行紧缩预期刚开始定价，美欧货币政策差带来的美元指数走强可能暂告一段落，美元进入横盘震荡阶段。

美元流动性溢价维持在中位数附近（50%分位），在岸美元流动性溢价位于较低位置，而离岸美元流动性溢价仍处于历史高位（90%分位）。海外金融环境连续 3 个月处于极紧状态，流动性环境对非美货币的压制未见缓解。

5 月第 4 周，人民币汇率震荡偏弱，美元兑离岸人民币小幅上涨 0.30% 至 6.72，目前在我们给出的第一目标位（6.80%，即回到 2020 年下半年疫情红利开启前的汇率水平）下方震荡。近期国内集装箱出口运价指数逐渐改善，但幅度有限，目前仅回升至 4 月初的水平。人民币的短期交易拥挤度再度刷新历史新低，看多情绪仍处在冰点。人民币性价比维持在历史极低水平（3%分位），处在 2008 年以来的最低位置。

5. 海外：通胀拐点连续确认，美股只是熊市反弹

随着对衰退的担忧在美国股债市场内蔓延，联储官员对 6-7 月之后的加息路径看法

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42571

