

# 风险定价-拥挤度回归中性

证券研究报告

2022年06月28日

## 7月第1周资产配置报告

6月第4周各类资产表现：

6月第4周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨了2.15%，成交额5.5万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，电力设备及新能源、汽车和国防军工表现靠前；有色金属、石油石化和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨0.09%，国债指数下降0.05%。

7月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——行业平均拥挤度回升至中性，进入行业轮动阶段

债券——流动性溢价和流动性预期矛盾加剧

商品——油价大跌但仍有供给端支持，紧平衡未见缓解

汇率——美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转

海外——交易重心重新从紧缩转向衰退

**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

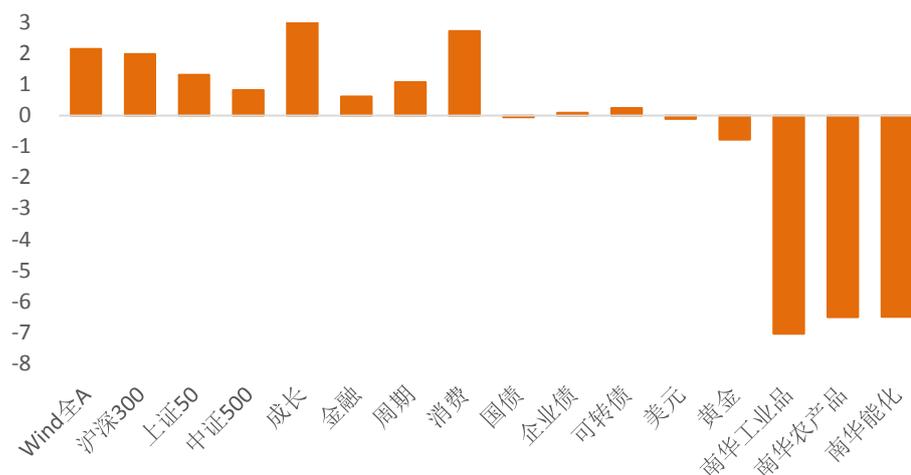
相关报告

1 《宏观报告：宏观-经济修复的斜率》2022-06-24

2 《宏观报告：三大央行的滞胀选择-三大央行的滞胀选择》2022-06-22

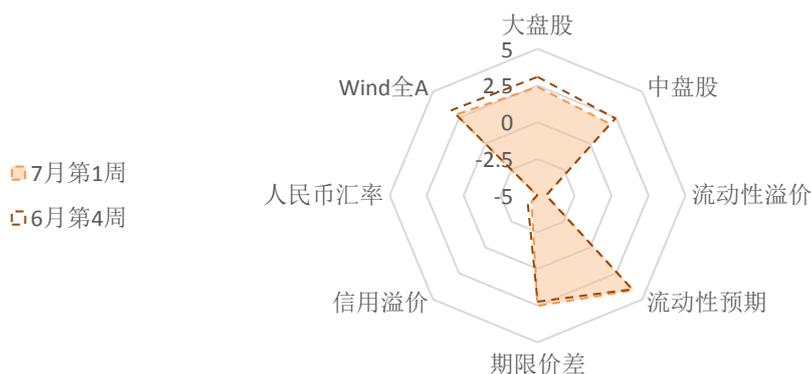
3 《宏观报告：反弹向上可能还有空间—6月资产配置报告》2022-06-22

图 1：6 月第 4 周各类资产收益率(%)



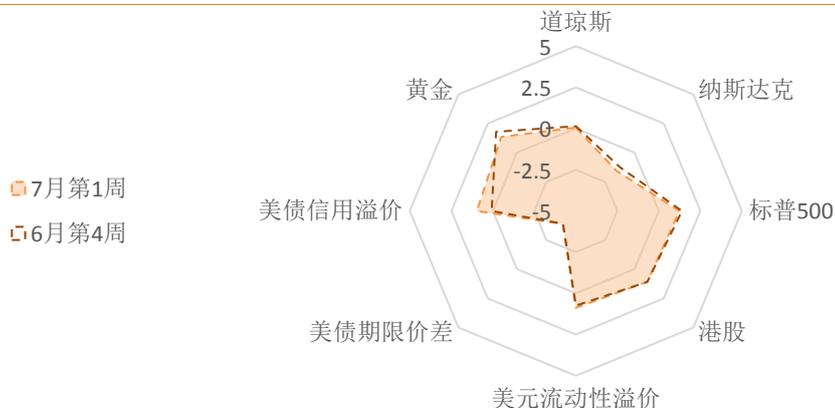
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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：行业平均拥挤度回升至中性，进入行业轮动阶段

6月第4周，A股市场延续反弹趋势，Wind全A收涨2.15%，板块指数均录得涨幅，成长股、消费股、周期股和金融股分别上涨3.35%、2.73%、1.08%和0.62%。大盘股表现优于中盘股，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）分别上涨1.31%、1.99%和0.82%（见图1）。

6月第4周，情绪的钟摆延续5月以来的改善状态。30个行业的平均拥挤度分位数升至46%（上周26%分位），交易拥挤度在中性水平以上的行业上升到13个（上周仅有5个），短期盈亏比逐渐回到中性，后续可能进入行业轮动阶段，行业配置需要逐渐参考景气度。其中，煤炭（90%分位）、汽车（85%分位）、石油石化（74%分位）、交通运输（72%分位）、有色金属（68%分位）拥挤度较高；轻工制造（21%分位）、银行（20%分位）、综合金融（19%分位）、电子（19%分位）、房地产（18%分位）拥挤度回升较慢。

6月第4周，宽基指数与板块的风险溢价均出现不同程度的下跌，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（见图2），上证50和沪深300的估值处于【便宜】水平，中证500的风险溢价持续回落，估值来到【较便宜】水平。金融估值【很便宜】（89%分位），周期估值维持【很便宜】（91%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：周期>金融>成长>消费。

6月第4周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入40.64亿人民币，贵州茅台、东方财富和格力电器净流入规模靠前。南向资金净流入82.19亿港元，恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比较高。

## 2. 债券：流动性溢价和流动性预期矛盾加剧

6月第4周，央行公开市场操作净投放500亿，专项债发行速度维持在较高水平，央行重提“总闸门”，但资金面价格依然保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（6%分位），持续处于【极宽松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（91%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矛盾加剧，短端利率存在脆弱性，需要关注汇率风险、通胀风险、信用风险等可能引发流动性溢价快速修正的催化剂。**

6月第4周，期限价差回升，处于中高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价持续回落，处于历史低位（6%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级信用债估值贵（信用溢价下跌至10%分位），**中低评级信用债估值极贵（信用溢价下跌至2%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。**

6月第4周，债券市场的乐观情绪有所降温。利率债的短期交易拥挤度较上周大幅下降，回到略高于中性的水平（55%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度与上周基本持平（78%分位）。信用债的短期交易拥挤度回落到中位数下方（44%分位）。

## 3. 商品：油价大跌但仍有供给端支持，紧平衡未见缓解

**能源品：**油价在衰退预期加速的情况下持续回调，验证了我们之前关于“需求因素主导商品边际定价”的判断。但目前北半球仍处在需求旺季，现货市场上的紧平衡仍未见缓解，要看到油价持续回调，还需要看到供给端的利空支持。拜登访问沙特之后OPEC对增产的态度较为关键，本轮减产协议8月到期。

6月第4周，布伦特油价持续回落，较上周大幅下跌4.07%至108.99美元/桶，10年期盈亏平衡通胀预期维持在2.6%附近。美国原油产能利用率与产量与上周持平（1200万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回升，仍处于低位。

**基本金属：**6月第4周，LME铜收跌7.14%，录得8322美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度再次大幅回落（26%分位），市场对衰退交易的定价继续加剧。基础金属价格多数下跌，沪铝收跌3.58%、沪镍收跌12.58%。

**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，我们认为最好

的时间还没有到来。6 月第 4 周，伦敦现货金价震荡下行 0.78%，收于 1826 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下跌至 64%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。

6 月第 4 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价全线反弹，但处于历史低位，估值【贵】。

#### 4. 汇率：美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转

6 月第 4 周，美元指数收跌 0.51%至 104.13。欧元兑美元上升 0.58%。欧央行召开紧急会议讨论如何限制边缘国家和中心国家的债券息差，以避免债务危机和欧元区分裂的问题。我们认为欧洲经济比美国更经不起连续加息，俄乌战争和能源价格高涨持续地输入衰退风险，统一货币和分割财政的制度安排是欧元区的内在缺陷。中期维度上看，我们认为在美国进入实质性衰退之前，美元的强势很难逆转。（详见《三大央行的滞胀选择》）

随着紧缩加快，美元流动性溢价继续回升，目前处在中性偏紧的位置（59%分位）。6 月第 4 周，在岸美元流动性溢价从前期极低位置开始回升，但目前仍处在中低位置（25%分位）。离岸美元流动性溢价连续两周上升，处于历史高位（92%分位），在岸和离岸流动性差异有所收敛，但利差仍显示非美市场金融环境相较美国在岸市场更加紧张。

6 月第 4 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率贬值 0.41%至 6.69，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持续反弹，来到 27%分位，（上周处在 10%分位），交易情绪逐渐修复。人民币性价比仍在绝对低位，1/2 年期中美国债利差仍处在历史最低附近。

#### 5. 海外：交易重心重新从紧缩转向衰退

6 月第 4 周，10Y 名义利率回落，收于 3.13%，10Y 实际利率也下行 10bps 至 0.57%。2 年至 10 年的美债期限结构非常平坦，10 年-3m 利差继续快速收窄，显示债市定价的衰退预期进一步加强。10 年期盈亏平衡通胀预期维持在 2.6%的较高位置。6 月 25 日，密歇根大学美国 6 月消费者信心指数终值下修至 50，创历史新低，高通胀下消费信心快速回落，把美国市场的交易重心重新从紧缩拉回到衰退。

6 月第 4 周，CME 美联储观察显示，全年加息次数预期冲高回落，期货隐含的全年加息次数预期下降至 13.2 次（25bp 每次，包含已经加息的 6 次），7 月加息 75bp 的概率变化不大（83.8%），7 月和 9 月共加息 150bp 的概率从上周的 37.2%下降至 25.1%。期货隐含的美联储在 2022 年剩余时间里的加息空间为 175 个基点，意味着两种可能的加息情景：一种是 7、9、11、12 月分别加息 75、50、25、25 个基点；另一种是 7、9、11 月分别加息 75、50、50 个基点，12 月暂停加息。与我们对于“Q3 未加息放缓，Q4 加息可能停止”的判断基本一致。（详见《美国经济衰退的可能性在增大》）

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\\_43335](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43335)

