

风险定价-成长继续修复但仍在超卖区间内

证券研究报告

2022年06月08日

6月第2周资产配置报告

6月第1周各类资产表现：

6月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨了3.08%，成交额3.5万亿元，日均成交额小幅下降。一级行业中，汽车、电子和电力设备及新能源表现靠前；建筑、房地产和煤炭等表现靠后。信用债指数下跌0.09%，国债指数下跌0.28%。

6月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——成长股交易拥挤度连续两周改善，但仍处在超卖区间内

债券——较高的流动性收紧预期和极低的流动性溢价构成突出矛盾

商品——原油供给偏紧加剧，油价创近三月以来的新高

汇率——离岸美元流动性环紧张，美元强势未见逆转

海外——6-7月加息预期锁定，9月加息预期短暂回升

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

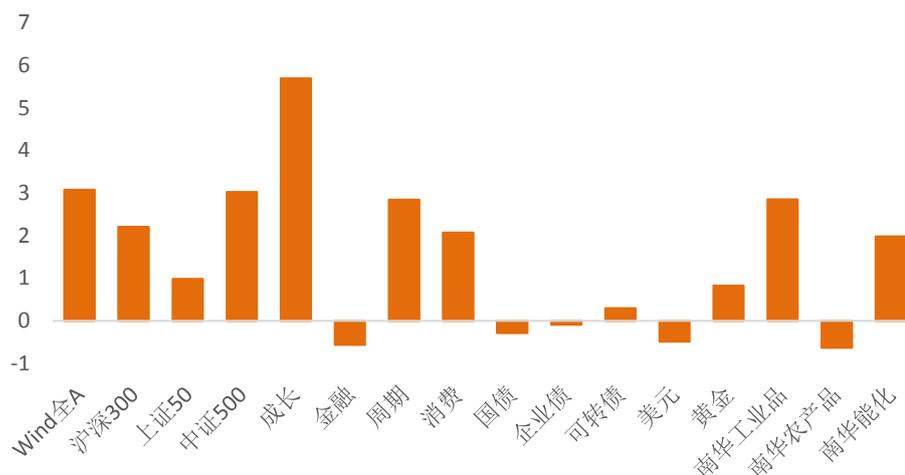
相关报告

1 《宏观报告：后周期美股表现三段论-后周期美股表现三段论》 2022-06-06

2 《宏观报告：成长可能开启趋势反转，价值或维持反弹震荡》 2022-06-04

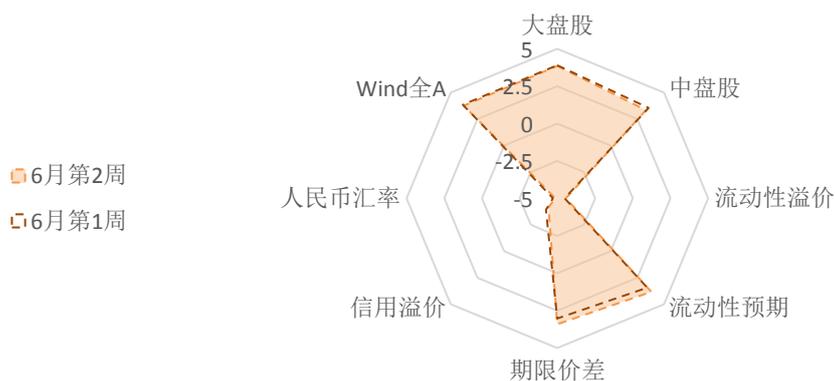
3 《宏观报告：情绪的回摆：成长股有更大反弹空间》 2022-06-02

图 1：6 月第 1 周各类资产收益率(%)



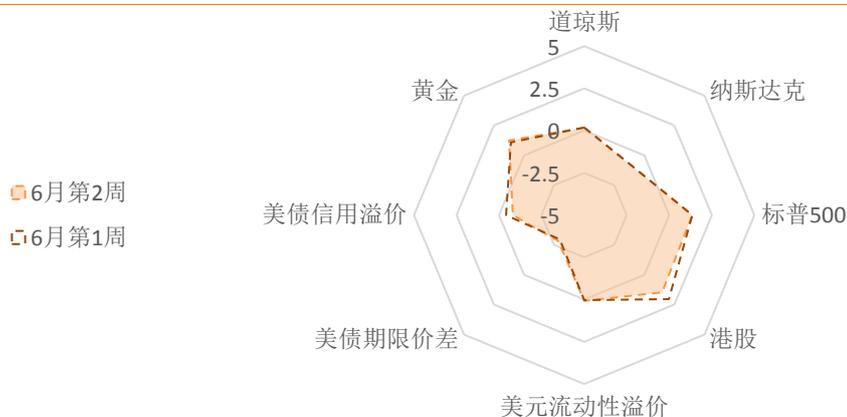
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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。

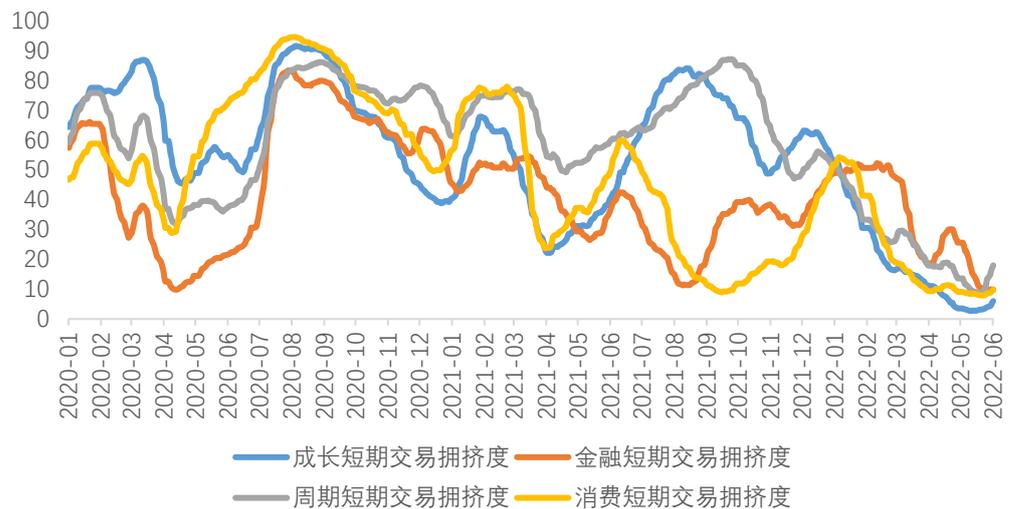
1. 权益：成长股交易拥挤度连续两周改善，但仍处在超卖区间内

6月1日上海正式解除全城静态化管理，进入常态化管理，节奏快于预期。同时北京也宣布6月6日起，除部分区域外，恢复堂食和复课。疫后经济恢复的斜率存在不确定性，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，成长股胜率提升的确定性更高。（详见《成长可能开启趋势反转，价值或维持反弹震荡》）

6月第1周，A股全线反弹，Wind全A收涨3.08%，成长股、周期股和消费股分别上涨5.70%、2.84%和2.08%，金融股小幅收跌0.57%。大盘股和中盘股均出现录得涨幅，大盘股（上证50和沪深300）、中盘股（中证500）收涨0.99%、2.21%和3.03%（见图1）。

6月第1周，板块交易拥挤度普遍延续改善格局，且都维持在历史低位：成长股、周期股和消费股的短期拥挤度持续两周反弹，分别来到6%分位、18%分位、10%分位，金融股交易拥挤度开始企稳回升，目前处在10%。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>金融>消费>成长。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的短期交易拥挤度继续回升（11%分位，10%分位和10%分位）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>中证00>沪深300。

图2：板块交易拥挤度普遍延续改善格局，且都维持在历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

行业平均交易拥挤度继续回暖，上升至22%分位（上周17%分位），目前仍处在较低位置，短期盈亏比仍较高。6月第1周，30个行业中有29个行业的交易拥挤度回升（仅地产小幅下降）。30个行业中，只有煤炭（83%分位）、交通运输（55%分位）和建筑（54%分位）的交易拥挤度在中性水平以上。电子和计算机目前的交易拥挤度仍处在极端超卖区间内（5%分位以下），医药、通信和传媒等成长行业也处在超卖较为严重的区间内（10%分位以下）。

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】（96%分位），成长估值【很便宜】（94%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。

6月第1周，北向资金周度小幅净流出253.44亿人民币，招商银行、东方财富和中国中免净流入规模靠前。南向资金净流入24.19亿港元，恒生指数的风险溢价小幅下降，性价比较高。

2. 债券：较高的流动性收紧预期和极低的流动性溢价构成突出

矛盾

6月第1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（6%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经济疫后复苏，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的结果可能再度出现。中长期流动性预期持续抬升（88%分位），已经来到历史较高位置，市场对未来流动性收紧的预期较强。

6月第1周，期限价差持续上行至较高位置（84%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅下降，处在历史低位（8%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12%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。

6月第1周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债的短期拥挤度继续回升，目前维持在中高位置（62%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上方（57%分位）。信用债的短期拥挤度与上周基本持平，处于中高位置（66%分位）。

3. 商品：原油供给偏紧加剧，油价创近三月以来的新高

能源品：5月OPEC+会议宣布将增产计划43.2万桶/日提升到了64.8万/日，但仍然无法弥补俄罗斯被制裁造成的缺口。欧盟批准了包括部分禁止从俄罗斯进口石油在内的第六轮制裁措施，原则上支持年底前禁运90%的俄罗斯石油。供给端偏紧的局面没有好转，甚至有加剧的迹象。需求端，原油正式进入北半球夏季的需求旺季，燃油需求走强短期内可能会延续。据美国汽车协会（AAA）数据，美国汽油和柴油价格创下历史新高。在地缘政治冲突明显好转之前，油价短期内震荡偏强的格局很难改变。

6月第1周，布伦特油价继续冲高，上涨4.99%至121.08美元/桶，创下3月9日以来的新高。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）低位小幅回升。

基本金属：6月第1周，LME铜收涨0.64%，录得9520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，沪铝收跌0.27%、沪镍收涨2.29%。

贵金属：6月第1周，伦敦现货金价震荡下行0.13%，收于1850美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度小幅上升至62%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量大幅下跌。

6月第1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：离岸美元流动性环紧张，美元强势未见逆转

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_42781

