

风险定价-全球信用风险正在上升

证券研究报告

2022 年 06 月 22 日

6 月第 4 周资产配置报告

6 月第 3 周各类资产表现：

6 月第 3 周，美股指数继续下跌。Wind 全 A 上涨了 1.76%，成交额 5.7 万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，农林牧渔、家电和汽车表现靠前；钢铁、石油石化和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨 0.09%，国债指数上涨 0.05%。

6 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪延续广谱改善，尚未到景气度定价时

债券——杠杆策略和信用下沉策略的性价比历史极低

商品——我们认为黄金最好的时间还没有到来

汇率——主要央行分野，美元指数强势

海外——全球信用风险正在上升

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

linyan@tfzq.com

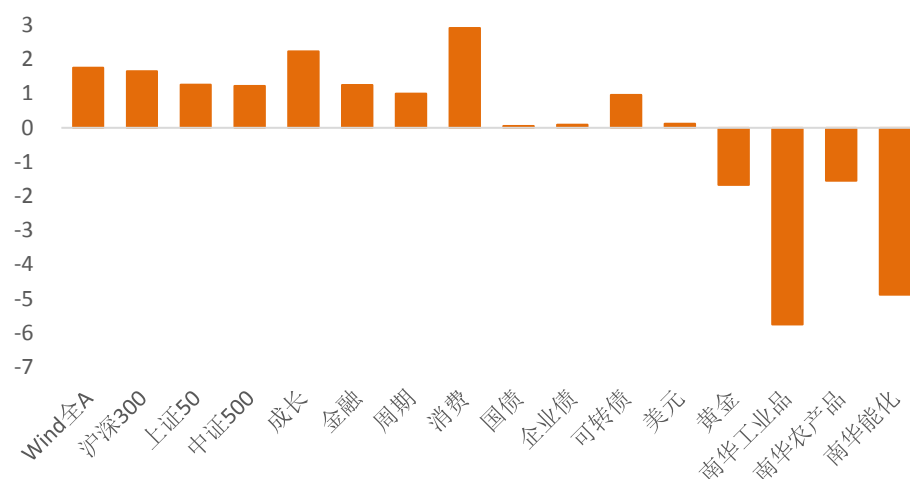
相关报告

1 《宏观报告：下半年经济同比增速的意义》2022-06-17

2 《宏观报告：风险定价-确定性宽松，不确定增长-6 月第 3 周资产配置报告》2022-06-16

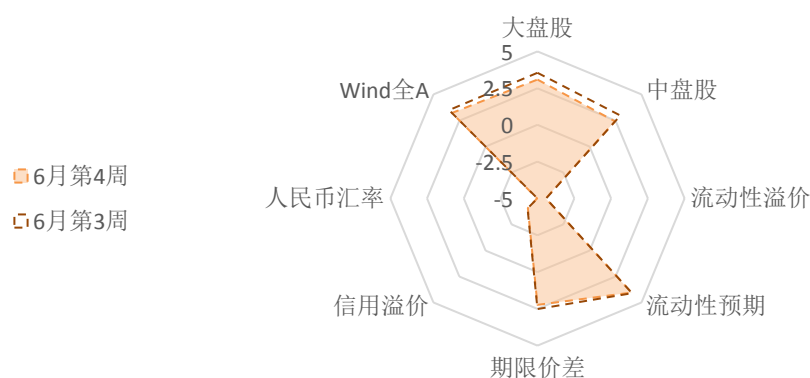
3 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13

图 1：6 月第 3 周各类资产收益率(%)



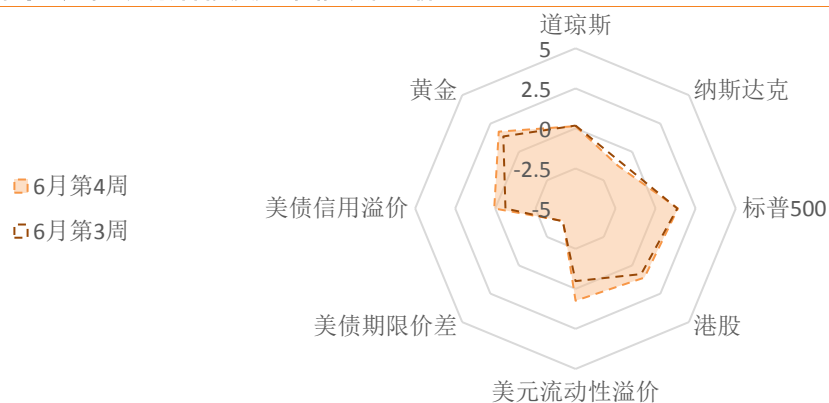
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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：市场情绪延续广谱改善，尚未到景气度定价时

6 月第 3 周，A 股市场延续独立行情，震荡偏强，Wind 全 A 收涨 1.76%，消费股、成长股、金融股和周期股分别上涨 2.93%、2.23%、1.25% 和 1.00%。大盘股和中盘股均录得涨幅，大盘股（上证 50 和沪深 300）、中盘股（中证 500）分别上涨 1.26%、1.65% 和 1.22%（见图 1）。

6 月第 3 周，情绪的钟摆延续 5 月以来的改善状态，目前交易拥挤度仍然处在历史中低水平。成长股、消费股、金融股的短期拥挤度差异不大，周期股的短期拥挤度较高（39%分位）。大盘股（上证 50 和沪深 300）和中盘股（中证 500）的短期拥挤度差异不大。

6 月第 3 周，30 个行业的平均拥挤度分位数升至 34%（上周 26%分位），短期盈亏比依然较高。交易拥挤度在中性水平以上的行业有煤炭（94%分位）、石油石化（73%分位）、汽车（70%分位）、交通运输（70%分位）、有色金属（57%分位）、建筑（51%分位）。后续如果越来越多的行业拥挤度恢复至中性上方，需要关注行业景气度，当前位置上，情绪修复还是市场的主要逻辑。

估值方面，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【便宜】水平。金融估值维持【很便宜】（91%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（88%分位），消费估值【较便宜】（60%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 3 周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入 174.04 亿人民币，贵州茅台、伊利股份和特变电工净流入规模靠前。南向资金净流入 195.57 亿港元，恒生指数的风险溢价上升，性价比较高。

2. 债券：杠杆策略和信用下沉策略的性价比历史极低

6 月第 3 周，央行公开市场操作没有净投放，专项债还在发行提速，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（90%分位），市场对未来流动性收紧的预期较强。两者存在显著矛盾，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 3 周，期限价差持续下降，处于中高位置（72%分位），久期策略性价比比较高。信用溢价继续回落，处于历史低位（9%分位），中低评级利差走窄速度较快，高评级信用债估值贵（信用溢价维持在 15%分位），中低评级信用债估值极贵（信用溢价下跌至 3%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 3 周，债券市场的情绪偏乐观。利率债的短期交易拥挤度与上周持平，目前维持在中高位置（63%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度仍处于上行通道（77%分位）。信用债的短期交易拥挤度连续两周下跌，处于中位数上方（54%分位）。

3. 商品：我们认为黄金最好的时间还没有到来

能源品：目前北半球仍处在需求旺季，需求端对油价的支撑较强，后续油价能否反转，供给端仍需要较强的利空支持。拜登访问沙特之后的 OPEC 产量态度较为关键，本轮减产协议 8 月到期。6 月第 3 周，布伦特油价高位回落，较上周大幅下跌 6.82% 至 113.61 美元/桶，10 年期盈亏平衡通胀预期轻微下跌至 2.6% 附近。美国原油产能利用率上升，产量较上周增加（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 3 周，LME 铜收跌 5.28%，录得 8949 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度再次大幅回落（32%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 3.74%、沪镍收跌 8.59%。

贵金属：在加息预期和衰退预期同时上升的一对矛盾下，黄金表现震荡，我们认为，最好的时间还没有到来。6 月第 3 周，伦敦现货金价震荡下行 1.67%，收于 1840 美元。

COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度持续上升至 68%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量小幅上涨，维持在去年三月以来的高位。

6 月第 3 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：主要央行分野，美元指数强势

6 月第 3 周，美元指数收涨 0.64%至 104.67。欧元兑美元下跌 0.19%，美元强势未见逆转。美元流动性溢价上行至中位数以上（57%分位）。6 月第 3 周，**在岸美元流动性溢价全面反弹**，但目前仍处在中低位置（26%分位）。离岸美元流动性溢价回升，处于历史高位（89%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处于极紧状态。

6 月第 3 周，美元兑日元突破 2002 年的高点，收于 135 上方，创下 1998 年以来的新高。在 6 月美联储加快加息步伐的同时，日本央行却继续维持宽松取向，鹰鸽分明的货币政策态度推动日元快速贬值。

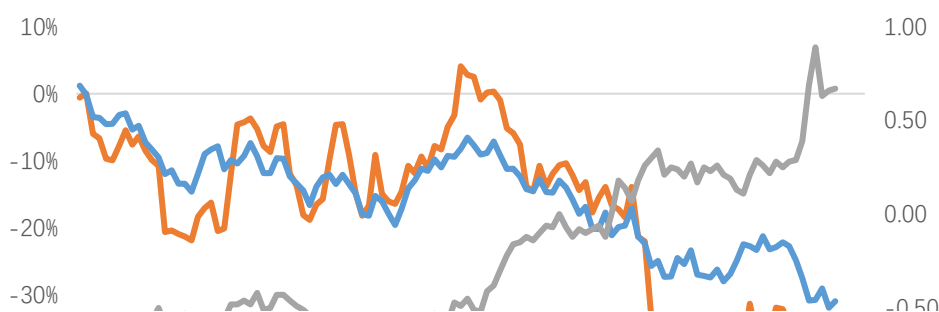
6 月第 3 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率贬值 0.14%至 6.72，截至目前，本次贬值在时间和空间上尚不充分。人民币的短期交易拥挤度大幅回升，回到 10%分位，（上周处在 1%分位），交易情绪逐渐修复。人民币性价比仍在绝对低位，**1/2 年期中美国国债利差进一步拉大至-85bp 和-89bp，周中再创历史新低。**

5. 海外：全球信用风险正在上升

6 月第 3 周，CME 美联储观察显示，全年加息预期继续高位上冲，期货隐含的全年加息次数预期上升至 13.9 次（25bp 每次），7 月加息 75bp 的概率为 86.2%（上周为 10%左右），7 月和 9 月共加息 125bp 的概率上升到 55%以上。

6 月第 3 周，10Y 美债利率冲高回落，周内站上 3.5%，收于 3.25%，10 年期美债实际利率上行 28bp 至 0.67%，金融条件进一步恶化。纳斯达克指数和比特币与实际利率高度负相关，因此下跌更加明显。年初至今，纳斯达克下跌 31%，CME 比特币期货下跌超 50%。

图 4：纳斯达克指数和比特币与实际利率高度负相关，因此下跌更加明显



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_43196

