

风险定价-大盘价值可能加快修复

证券研究报告

2022 年 07 月 06 日

7 月第 2 周资产配置报告

7 月第 1 周各类资产表现：

7 月第 1 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 1.37%，成交额 6.0 万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，消费者服务、煤炭和房地产表现靠前；电力设备及新能源、综合金融和汽车等表现靠后。信用债指数上涨 0.02%，国债指数下降 0.09%。

7 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——交易拥挤度回升至中性上方，大盘价值可能加快修复

债券——流动性溢价出现反弹

商品——OPEC 增产能力受质疑，油价难出现持续回调

汇率——避险情绪再次推高美元指数，1/2 年期中美国债利差小幅回升

海外——衰退预期进一步强化，今年年内衰退概率上升

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

linyanyan@tfzq.com

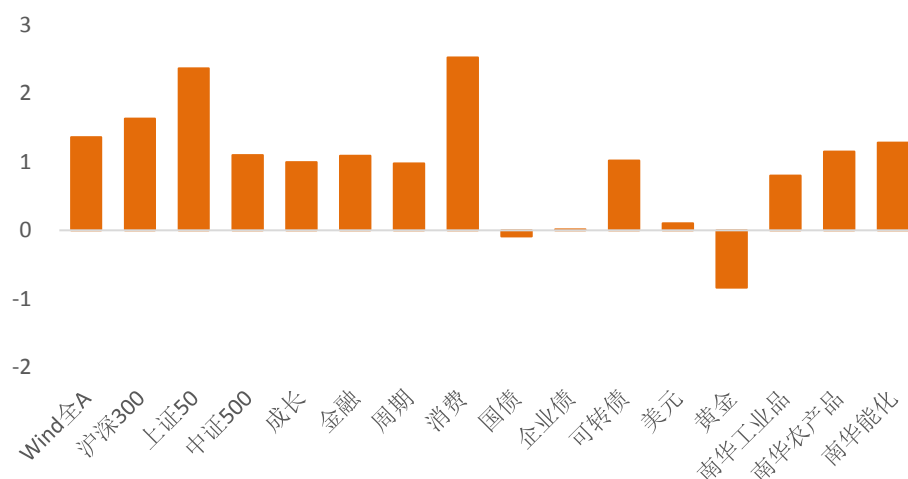
相关报告

1 《宏观报告：风险定价-拥挤度回归中性-7 月第 1 周资产配置报告》
2022-06-28

2 《宏观报告：宏观-经济修复的斜率》2022-06-24

3 《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

图 1：7 月第 1 周各类资产收益率(%)



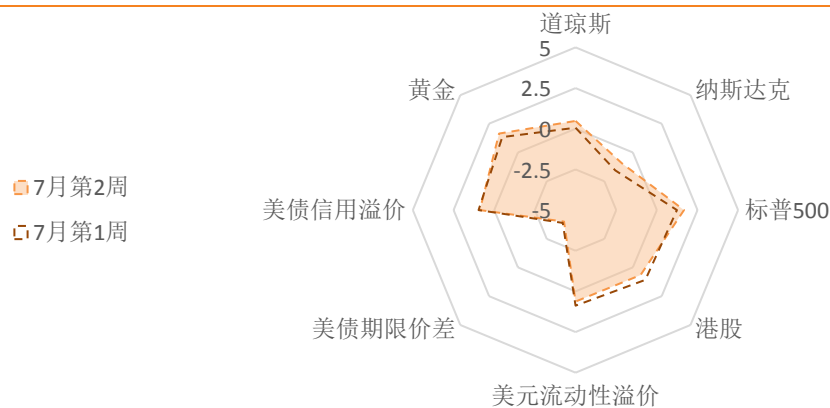
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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：交易拥挤度回升至中性上方，大盘价值可能加快修复

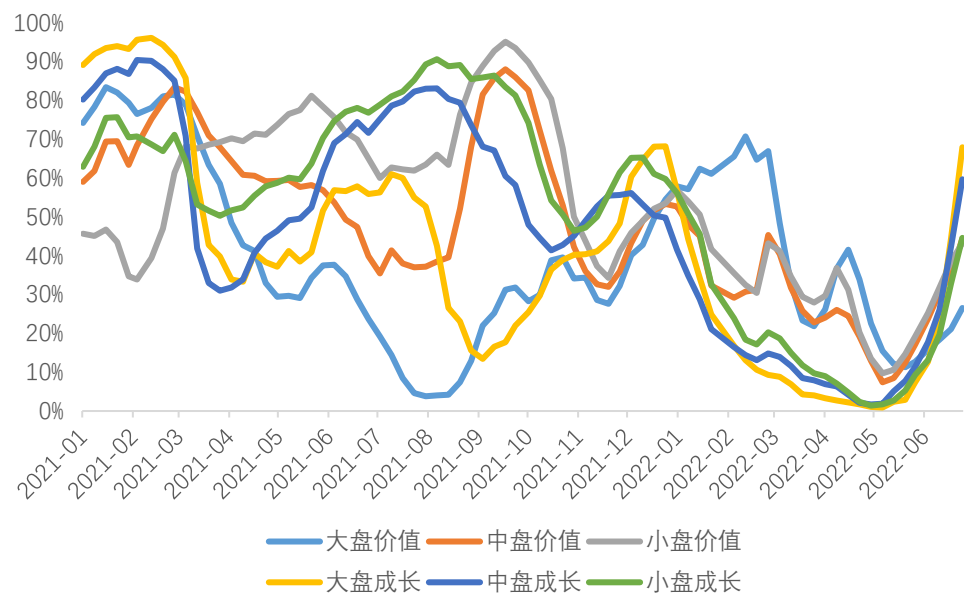
6月28日，国务院联防联控机制综合组发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，调整了风险人员的隔离管理期限和方式、统一封管控区和中高风险区划定标准等相关要求，同时工信部取消行程码的星号标记，疫情防控政策的二阶导拐点可能已经出现。随着疫情的缓解，国内执行航班数量已经基本上恢复至春运前1月中上旬的水平。

7 月第 1 周，A 股市场继续处于上行通道，Wind 全 A 收涨 1.37%，消费股领涨 2.53%，金融股、成长股和周期股上涨 1.09%、1.00%和 0.98%。大盘股表现持续占优中盘股，大盘股（上证 50 和沪深 300）、中盘股（中证 500）分别上涨 2.37%、1.64%和 1.10%（见图 1）。

7月第1周，所有板块指数的短期拥挤度持续上升，周期股的短期拥挤度迅速上行至61%分位，成长股和消费股的短期拥挤度差异不大，处于34%分位，金融股回升至27%分位。短期拥挤度从高到低的排序是：周期>成长≈消费>金融。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）的短期拥挤度较上周大幅上升（42%、42%和36%）。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50≈沪深300>中证500。

本轮反弹到目前为止，成长的表现明显强于价值，成长风格的交易拥挤度普遍已经回升至价值风格上方。目前六个风格指数（大/中/小盘价值/成长）之中，大盘成长的交易拥挤度最高（68%分位）、中盘成长的交易拥挤度也已经回升至中性上方（60%分位），中盘价值、小盘价值和小盘成长目前交易拥挤度仍略低于中性（44%、43%和 45%），大盘价值的交易拥挤度修复最慢，目前处在 27%的较低位置。随着防疫、地产、稳增长政策等方面的利多因素加快落地，对经济修复斜率更加敏感的大盘价值风格可能开始加快修复。成长需要关注高景气度的确定性和流动性宽松环境的持续状态。

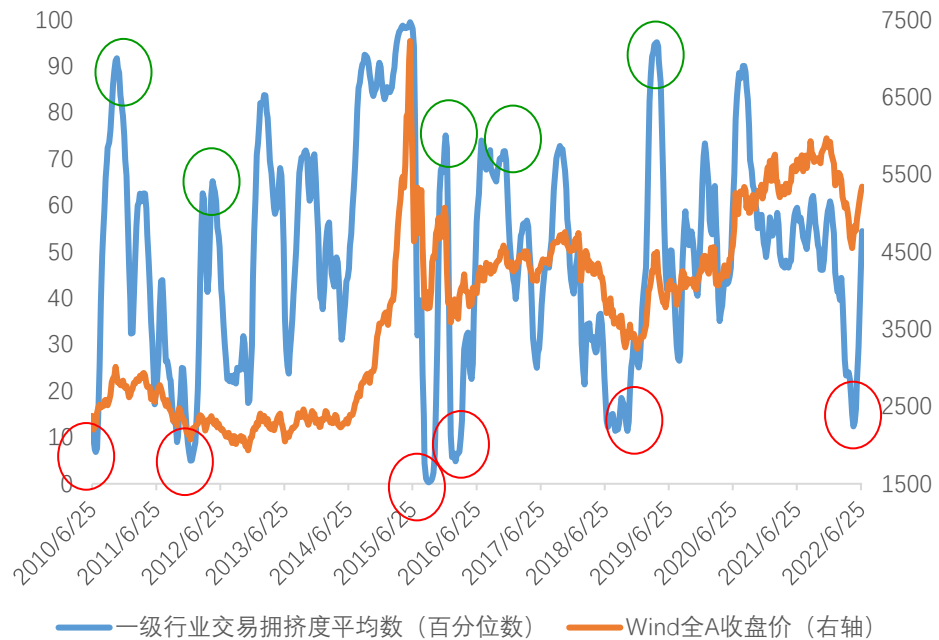
图 4：成长风格的交易拥挤度普遍已经回升至价值风格上方



资料来源：Wind，天风证券研究所

7月第1周,情绪的钟摆延续5月以来的改善状态,一级行业中除煤炭以外,交易拥挤度都相较上周有所提升。30个行业的平均拥挤度分位数升至中性上方(54%分位,前值46%分位),交易拥挤度在中性水平以上的行业上升到19个(上周13个)。5月初,行业平均拥挤度最低降至12%分位,2010年以来可比的超卖时间只有2010年7月、2012年1月、2015年10月、2016年3月和2018年11月,这五次情绪深度见底后的拥挤度回升幅度都相对较大,行业平均拥挤度回升至80%分位才宣告反弹结束,2012年年初的反弹是情绪回摆幅度最低的一次,交易拥挤也回升至65%-70%分位。当前市场情绪回升仍有空间,如果平均拥挤度升至70%分位上方,需要灵活应对宏观基本面的修复斜率问题、政策面的持续性和流动性的变化。

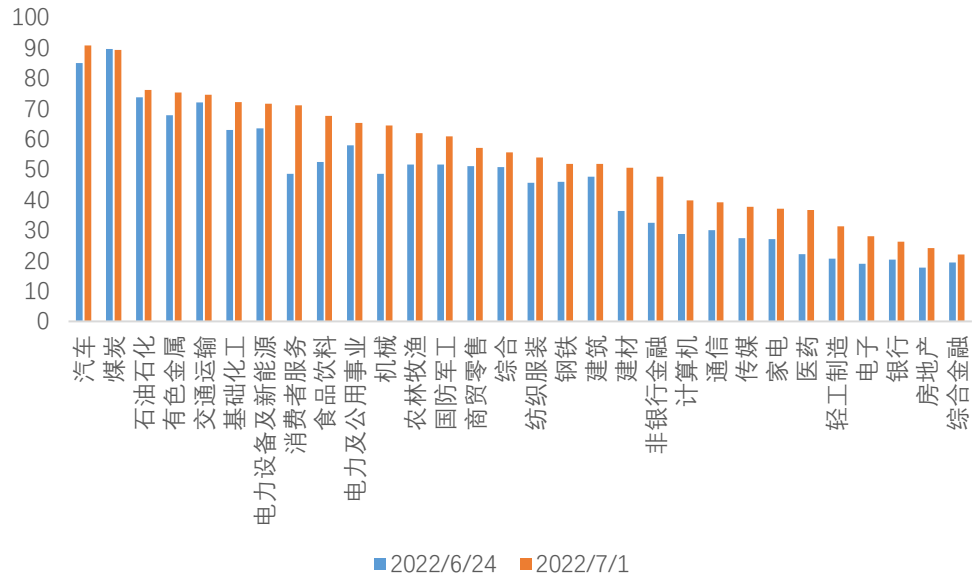
图 5：这五次情绪深度见底后的拥挤度回升至 80%分位才宣告反弹结束



资料来源：Wind，天风证券研究所

电子（28%分位）、银行（26%分位）、房地产（24%分位）、综合金融（22%分位）的拥挤度回升较慢。考虑基本面改善的顺序，金融、地产、家电等价值板块，TMT、医药等成长板块还有情绪修复的空间。较高的短期盈亏比已经开始吸引资金的关注，7月第1周，医药和房地产的主力资金流入额已经进入前十名（第3和第8）。

图 6：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

7月第1周，宽基指数与板块的风险溢价普遍延续下行趋势，Wind全A目前估值水平处于【较便宜】区间（见图2），上证50和沪深300的估值处于【较便宜】水平，中证500的估值维持【较便宜】水平。金融估值【便宜】（87%分位），周期的风险溢价较上周大幅回落，估值来到【便宜】水平（88%分位），成长估值【便宜】（80%分位），消费估值【中性】（51%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

7月第1周，外资流入继续加速，北向资金周度净流入102.31亿人民币，贵州茅台、东方财富和药明康德净流入规模靠前。南向资金净流入170.60亿港元，恒生指数的风险溢价较上周小幅下跌，性价比较高。

2. 债券：流动性溢价出现反弹

7 月第 1 周，流动性溢价开始反弹（13%分位，前值 6%分位），处于【宽松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（92%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的矛盾是短端利率存在脆弱性的原因，需要关注货币政策调整可能引发流动性溢价快速修正。

7 月第 1 周，期限价差持续回升至较高位置（84%分位），久期策略性价比较高。信用溢价处于历史低位（5%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（信用溢价分别下跌至 8%和 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。

7 月第 1 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回落到中位数下方（40%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度与上周基本持平（79%分位）。信用债的短期交易拥挤度大幅下跌（35%分位）。

3. 商品：OPEC 增产能力受质疑，油价难出现持续回调

能源品：闲置产能不足制约 OPEC 增产能力，欧美拟对俄油价格设限，供给端改善的乐观预期出现不确定性，另一方面市场对美国经济衰退加速定价，油价多空博弈激烈。目前北半球仍处在需求旺季，现货市场上的紧平衡未见缓解，除非供给端出现新的重要变化，否则要看到油价持续回调的难度较大。

7 月第 1 周，布伦特油价止跌回弹，较上周上涨 2.28%至 111.48 美元/桶，10 年期盈亏平衡通胀预期维持在 2.3%附近。美国原油产能利用率与产量上升（1210 万桶/天），原油库存（不含战略储备）低位小幅回升。

基本金属：7 月第 1 周，LME 铜收跌 3.89%，录得 8055 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度继续走弱（17%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 1.97%、沪镍收跌 8.66%。

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，最好的时间还没有到来。7 月第 1 周，伦敦现货金价震荡下行 0.84%，收于 1811 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度上升至 66%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量再度冲高，重新回到去年三月以来的高位。

7 月第 1 周，农产品的风险溢价继续上行，能化品和工业品的风险溢价没能延续反弹趋势，均处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：避险情绪再次推高美元指数，1/2 年期中美国债利差小幅回升

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_43614

