

风险定价-大盘价值拥挤度创年内新低

证券研究报告

2022年08月13日

8月第2周资产配置报告

8月第1周各类资产表现：

8月第1周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了0.54%，成交额5.2万亿元，日均成交额小幅上升。一级行业中，电子、计算机和通信表现靠前；房地产、家电和建筑等表现靠后。信用债指数上涨0.27%，国债指数上涨0.33%。

8月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪继续降温，建材、金融、地产的拥挤度垫底

债券——流动性溢价创下20年6月以来的新低

商品——库存意外回升，衰退交易加速

汇率——美元模型显示7月可能是阶段高点

海外——在非农数据超预期的驱动下，9月加息75bps的预期快速上升

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；经济复苏斜率不及预期；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

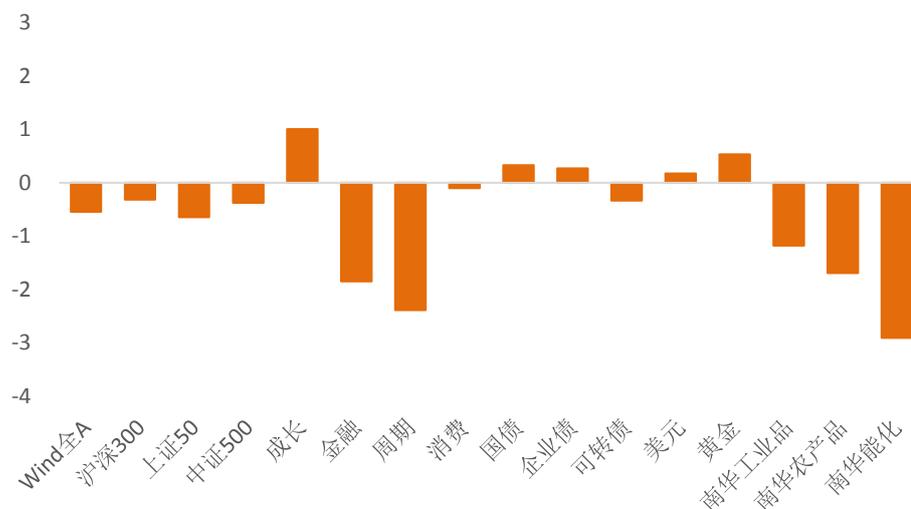
相关报告

1 《宏观报告：宏观点评-7月非农就业点评》2022-08-07

2 《宏观报告：风险定价-美国宽松交易有望持续到9月-8月第1周资产配置报告》2022-08-03

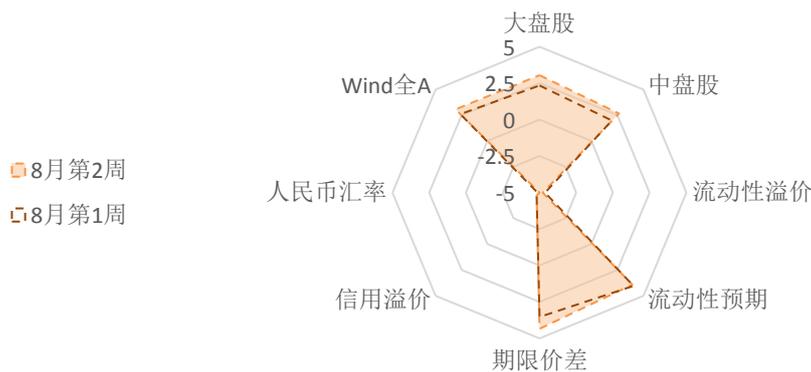
3 《宏观报告：PMI并不差，唯一需要担心的是出口》2022-08-02

图 1：8 月第 1 周各类资产收益率(%)



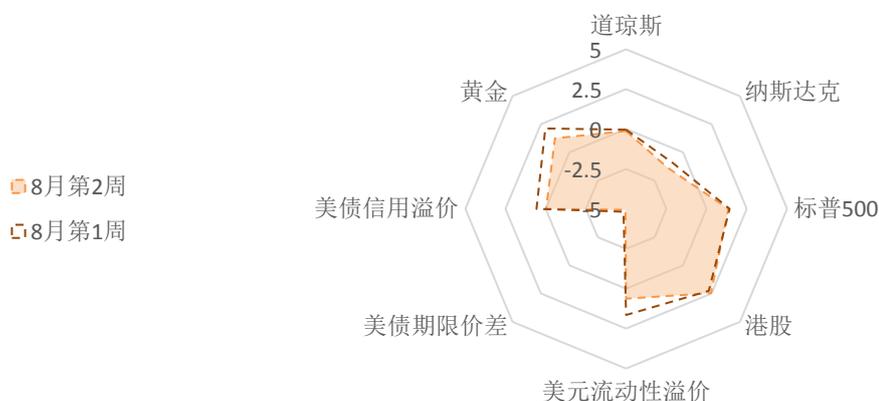
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 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 3：8 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。

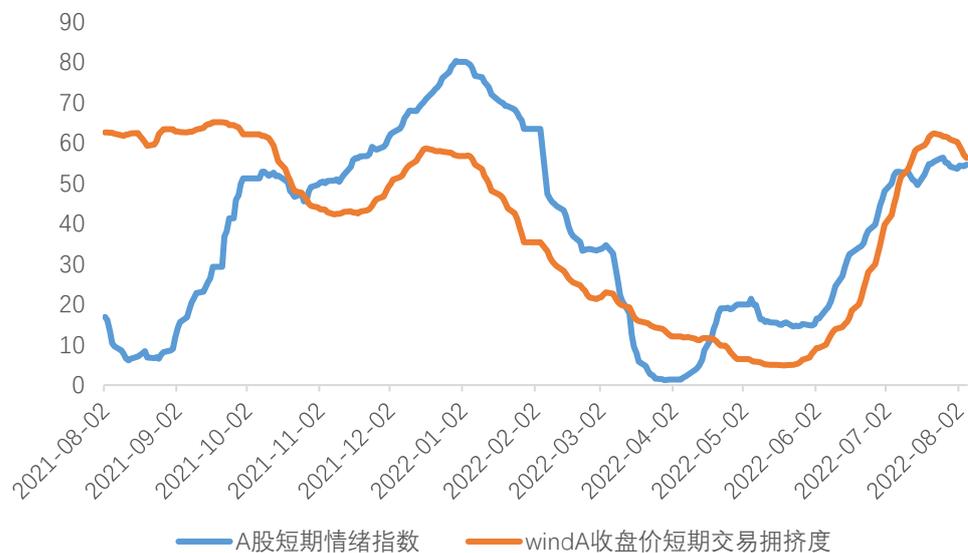
1. 权益：市场情绪继续降温，建材、金融、地产的拥挤度垫底

国内新冠疫情有所反复，新增感染（确诊+无症状-转归）重新回升至 700 附近（上周约 300）。物流运输出行数据与前期持平，8 月第 1 周，铁路货运发运量与 7 月平均水平基本持平，（7277.7 万吨 vs 7334.3 万吨），高速公路货车通行数量相较 7 月平均水平上升 0.8%（4970.96 万辆 vs 4929.4 万辆），民航航班单日平均执行量 12,472.71 班（7 月平均为 11,605.53 班）。

8 月第 1 周，A 股市场延续下行趋势，Wind 全 A 下跌 0.54%，成交量小幅上涨，量能有所回升。周期股、金融股和消费股分别收跌 2.39%、1.85%和 0.10%，成长股止跌回弹 1.01%。市值风格上分化不大，大盘股（上证 50、沪深 300）和中盘股（中证 500）分别下跌 0.64%、0.32%和 0.38%（见图 1）。

8 月第 1 周，市场情绪有所降温，只有小盘成长的拥挤度与上周持平，其余风格的拥挤度都有不同程度的回落。

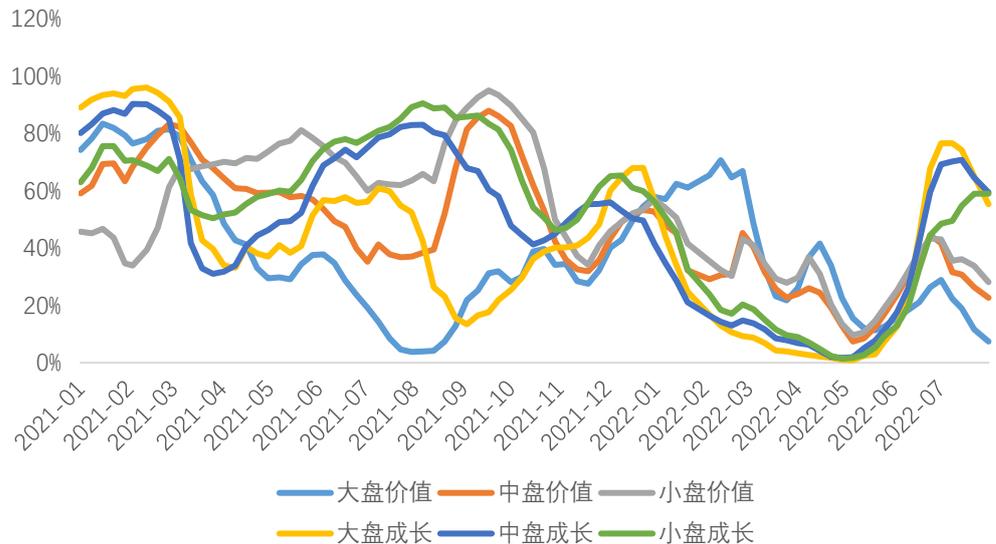
图 4：8 月第 1 周，市场情绪有所降温



资料来源：Wind，天风证券研究所

大盘成长的交易拥挤度触及历史高位后，成长股进入了流动性宽松和高景气度驱动的轮动阶段，大盘成长交易情绪回归中性（拥挤度处在 55%分位）；中盘成长的交易拥挤度回落至 60%分位，小盘成长的交易拥挤度与上周持平（59%分位），成长股整体交易拥挤度仍明显高于价值股。价值股的情绪继续回落，中盘价值和盘价值的拥挤度从中低位置进一步回落（目前 23%和 28%分位），大盘价值的拥挤度快速下降至 7%的低位（上周 12%），目前超卖幅度超过 5 月初，短期盈亏比来到高位。

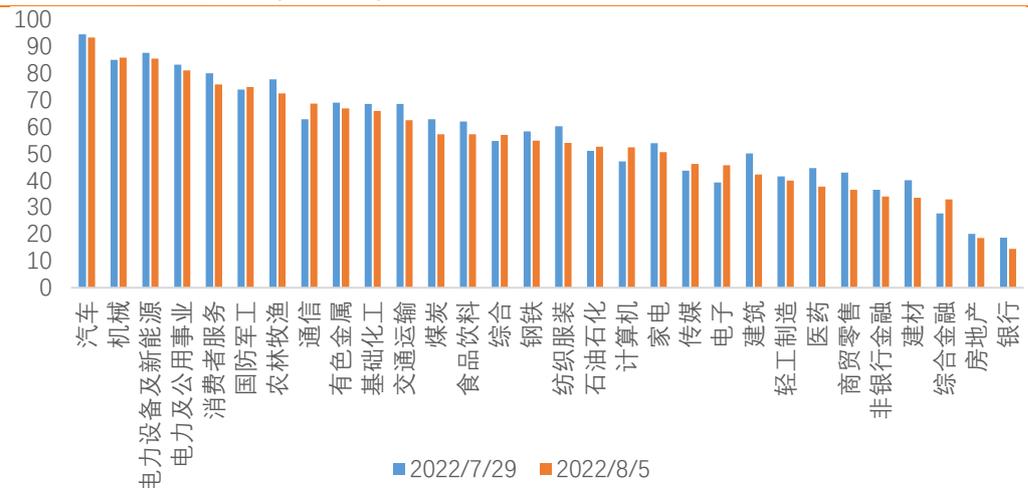
图 5：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第1周，市场情绪继续降温，30个一级行业中交易拥挤度有21个行业较上周有所下降。行业的平均拥挤度逐渐回归中性，较上周小幅下降（57%下降至55%），交易拥挤度在中性水平以上的行业个数接近总数的三分之二（本周19个，上周20个，建筑重新回落至中性下方）。医药、商贸零售、建材、金融和房地产的拥挤度排名垫底，目前处在20%-40%分位区间内。

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

8月第1周，宽基指数与板块的风险溢价较上周回升明显，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（见图2），上证50、沪深300的估值来到【便宜】水平，中证500的估值处于【较便宜】水平。金融估值【很便宜】（94%分位），周期估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（85%分位），消费估值【中性偏便宜】（64%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

8月第1周，北向资金周度由净流入转为小幅净流出12.33亿人民币，北向情绪再次降温，立讯精密、中国中免和五粮液净流入规模靠前。南向资金净流入77.28亿港元，南向交易情绪持续回温，恒生指数的风险溢价上涨，性价比较高。

2. 债券：流动性溢价创下20年6月以来的新低

8月第1周，央行公开市场操作净回笼1860亿，资金面保持平稳，流动性溢价下跌至历史低位（2%分位），创下20年6月以来的新低，接近20年2季度的历史【最宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期维持在历史高位（90%分位）。考虑到三季度需要配合稳增长发力和经济尽快回到正常区间，且房地产领域的信用风险尚未完全缓解，流动

性快速收紧的概率不大。未来流动性边际缓慢收紧的信号可能是实体融资需求的回升，需要关注后续的金融数据。

8月第1周，期限价差回升至高位（93%分位），久期策略性价比较高。信用溢价与上周基本持平，处于历史低位（3%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（信用溢价维持在5%分位和1%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。

8月第1周，债券市场的乐观情绪持续回温。利率债的短期交易拥挤度从上周中低位置（44%分位）迅速上行至中性偏拥挤位置（64%分位）。中证转债指数的短期交易拥挤度持续回落，来到中位数附近（57%分位）。信用债的短期交易拥挤度连续一个月大幅上升，目前已经来到中位数上方（59%分位）。

3. 商品：库存意外回升，衰退交易加速

能源品：8月第1周，布伦特油价大幅回落9.0%至94.66美元/桶。供给方面，8月3日OPEC+宣布，9月日产出增加10万桶，大幅小于此前同意的60万桶/日的增产幅度，不及市场预期，供给进展的局面变化。但数据显示前期支撑油价的旺季需求可能提前退坡。EIA显示的原油库存意外回升446.7万桶，而预期为减少62.9万桶，数据显示出美国汽油消费疲弱，美国汽油需求已经低于2020年。原油需求的快速回落给了市场加码衰退交易的底气。

基本金属：8月第1周，LME铜小幅收跌0.35%，录得7890美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度连续两周下跌至21%分位。在油价回调的背景下，铜油比仍在14年以来的新低附近，铜的中期性价比较高。8月第1周，基础金属价格多数持续回升，沪铝和沪镍分别回调0.88%和上涨4.89%。

贵金属：加息预期开始逐渐见顶，衰退预期上升，前期对金价来说的一对矛盾因素开始逐渐变为同向，黄金最好的投资时间渐行渐近。8月第1周，伦敦现货金价震荡上行0.53%，收于1775美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度明显下挫至63%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量与上周基本持平，维持在去年三月以来的高位。

到9月议息会议之前，衰退宽松的交易逻辑有望延续。后续的不确定性在于欧洲冬天气源供应的问题能否妥善解决，以及极低的失业率是否会导致联储对衰退产生误判，加快紧缩步伐。如果重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，宽松逻辑下金价的表现也不会太差，铜价将开始面对一组矛盾的定价逻辑（类似黄金6月至7月的局面），价格可能仍有反复。

8月第1周，工业品、农产品和能化品的风险溢价处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：美元指利率显示7月可能且阶段高点

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_45185

