

# 风险定价-市场降温，大盘价值短期盈亏比高

证券研究报告

2022年09月03日

## 9月第1周资产配置报告

8月第4周各类资产表现：

8月第4周，美股指数持续下跌。Wind全A下跌了1.91%，成交额5万亿元，日均成交额小幅回落。一级行业中，煤炭、农林牧渔和石油石化表现靠前；国防军工、机械和电子等表现靠后。信用债指数下跌0.05%，国债指数下跌0.16%。

8月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪边际降温，大盘价值短期盈亏比高

债券——利率债交易拥挤度来到高位，短期盈亏比下降较快

商品——气油比价仍在高位，能源替代需求后续对油价的支撑有望增强

汇率——鲍威尔在央行年会上表态超预期强硬，美元指数再创新高

海外——紧缩交易接棒衰退交易，后续再次切换的路标是政治压力和就业数据

**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

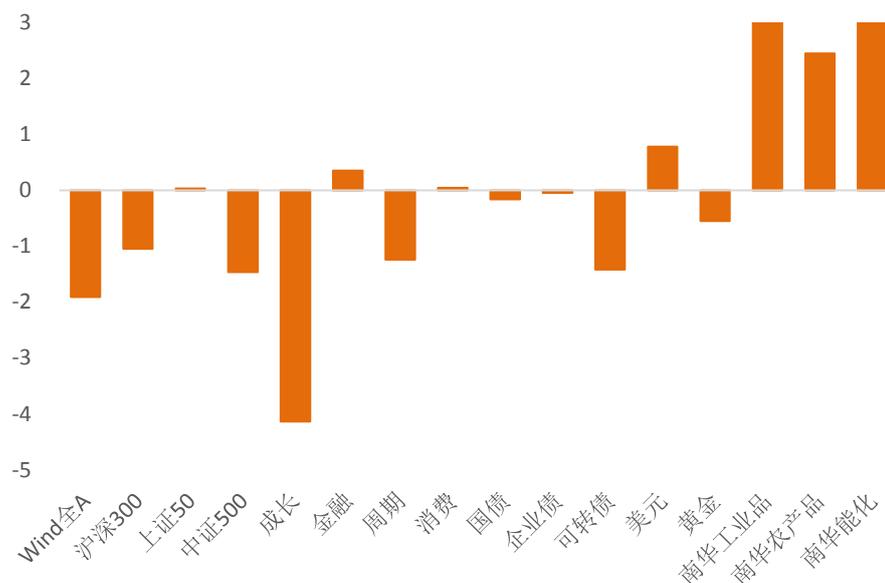
相关报告

1 《宏观报告：宏观-短期扰动不掩经济韧性》2022-09-01

2 《宏观报告：重视消费和周期低位布局的机会—8月资产配置报告》2022-08-31

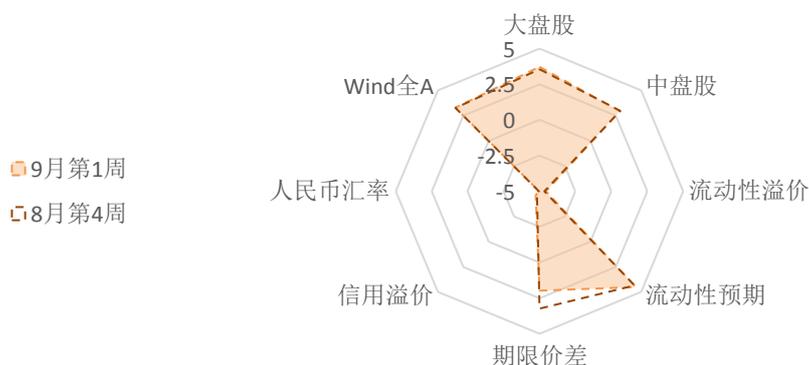
3 《宏观报告：市场在担心什么？》2022-08-28

图 1：8 月第 4 周各类资产收益率(%)



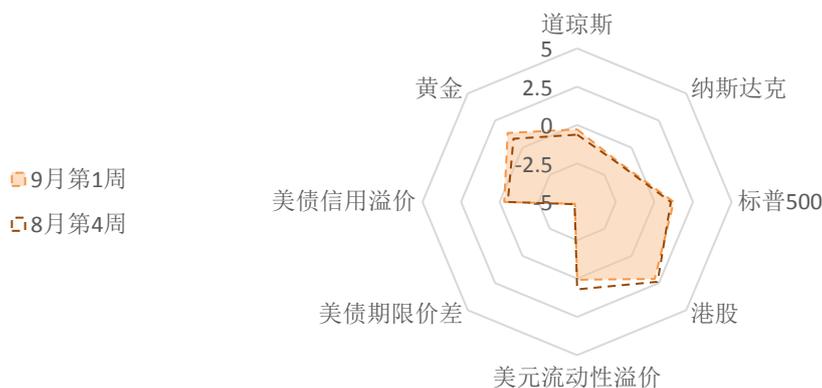
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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：市场情绪边际降温，大盘价值短期盈亏比高

8 月第 4 周，国内新冠疫情开始缓解，单日新增感染（确诊+无症状-转归）快速下降到 2000 以下，截止 8 月 30 日，全国共有高风险地区 1505 个（上周 1198 个），中风险地区 1308 个（上周 899 个）。**总体来说，物流运输出行数据持续回暖，但空运数据出现小幅缩减。**8 月 21-27 日铁路货运发运量环比回升 0.68%（上周环比回升 1.98%），高速公路货车通行数量环比回升 0.09%（上周环比回升 2.1%）。货运航班环比下降 0.67%（上周环比回升 1.06%）。风险地区数量上升后，民航航班单日执行量持续下降至每日 8000 班左右（上周 9000 班左右）。

8 月第 4 周，A 股市场继上周的回调趋势之后，呈现出了更大的回调力度，Wind 全 A 下跌 1.90%。成长股和周期股分别下跌 4.13%和 1.24%、金融股和消费股不同于 A 股整体，出现了小幅增长，分别为 0.35%和 0.05%。大盘股表现优于中盘股，大盘股（上证 50、沪深 300）分别上涨了 0.03%和下跌了 1.05%、中盘股（中证 500）下跌 1.46%（见图 1）。

小盘成长的交易拥挤度停止了上升的脚步，与上周持平（74%分位），成长风格中大小切换的趋势暂停。**大盘成长交易拥挤度逐渐回落到中性（51%），成长风格在宽松的流动性环境下支持较强，目前盈亏比上大盘比小盘更有吸引力。**中盘价值和成长价值的拥挤度继续回升（目前 37%和 40%分位），大盘价值的拥挤度仍处在 11%的低位（上周 8%）。大盘价值的超卖幅度仍比今年 5 月更严重，短期盈亏比持续处在高位。

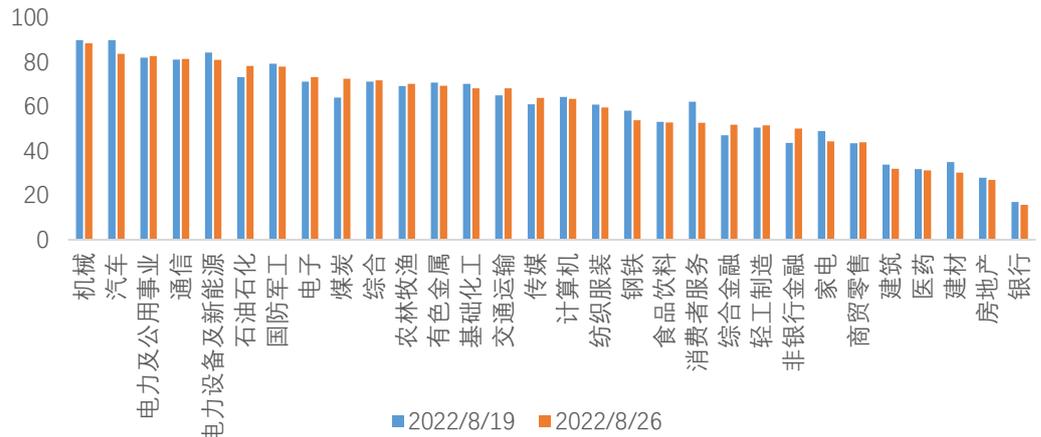
图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8 月第 4 周，市场情绪边际降温，30 个一级行业中交易拥挤度相较上周仅有 13 个行业上升（上周为 21 个）。行业的平均拥挤度与上周持平，交易拥挤度在中性水平以上的行业个数有所上升（23 个，综合金融和非银金融拥挤度来到中性上方）。机械、汽车、新能源、公用事业和通信的拥挤度最高，**医药、建筑建材、银行、房地产的拥挤度最低。**

图 5：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第4周，北向资金较上周出现巨大变化，从接近60亿净流入改为净流出46.96亿人民币。其中，通威股份、贵州茅台和赣锋锂业净流入规模靠前。南向资金依旧呈现小幅净流出模式，周度净流出13.80亿港元。恒生指数的风险溢价较上周小幅缩减，性价比较高。

## 2. 债券：利率债交易拥挤度来到高位，短期盈亏比下降较快

8月第4周，央行公开市场操作净回笼2080亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（5%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期小幅上升，处在高位（95%分位）。稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变调的路标是经济和信用数据的显著改善。

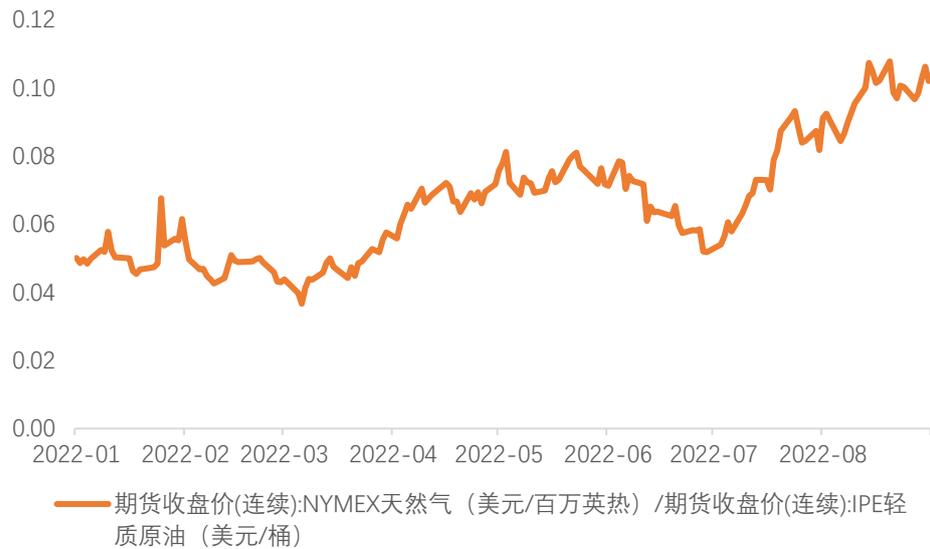
**降息之后，人民币贬值再次加速，市场对货币政策受限的担忧有所上行，曲线逐渐平坦。**8月第4周，期限价差回落幅度增大，但仍处于偏高位置（70%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅上升，但仍维持在历史低位（4%分位），中低评级利差仍窄，高评级和中低评级信用债估值都极贵（信用溢价分别处在7%分位和1%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比极低。

8月第4周，债券市场的乐观情绪处在中高位置。利率债的短期交易拥挤度延续了上周的上涨趋势，持续保持在拥挤位置（86%分位），利率债的短期盈亏下降较快。中证转债的短期交易拥挤度与上周基本持平（62%分位）。信用债的短期交易拥挤度较上周小幅回落，处在中性偏拥挤位置（67%分位）。

## 3. 商品：气油比价仍在高位，能源替代需求后续对油价的支撑有望增强

**能源品：**8月第4周，布伦特油价出现回暖趋势，较上周回升3.0%，收于98.90美元/桶。库存方面，原油和石油产品库存总量较上周减少0.4%，其中，战略石油储备较上周减少2%。伊核谈判再生变数，美国拒绝了伊朗提出的所有附加条件，敦促伊朗取消对国际核査的任何限制。根据EIA数据显示，美国上周汽油需求下降91.4万桶/日，为今年第二大降幅。随着夏季将要结束，需求的波动性逐渐减弱。天然气与原油的比价目前仍处在高位，能源替代的需求仍将对油价有支撑。

图 6：天然气与原油的比价目前仍处在高位，能源替代的需求仍将支撑油价



资料来源：Wind，天风证券研究所

**基本金属：**8月第4周，LME铜收涨0.63%，录得8129美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度提升至28%分位。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4周，基础金属价格涨跌不一，沪铝上涨2.11%，而沪镍下跌2.57%。

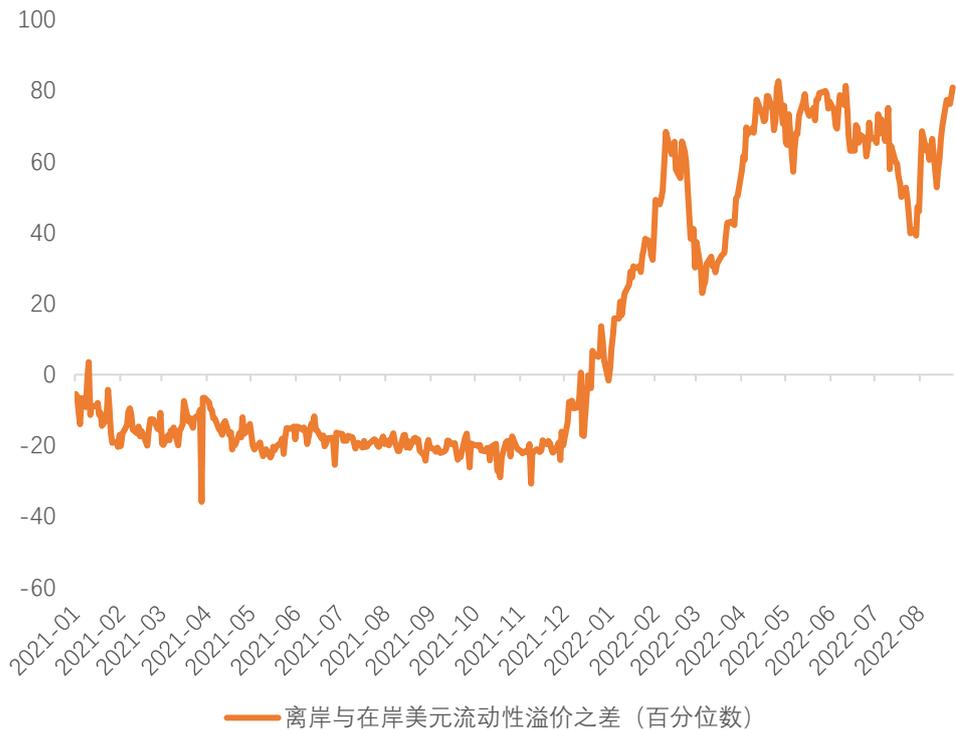
**贵金属：**8月第4周，伦敦现货金价下行0.55%，收于1737美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度在本周逆转持续下挫形势，上升至64%分位，市场情绪偏中性偏积极。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量处在下行通道，现货市场情绪逐渐降温。后续的不确定性在于今年冬天的欧洲能源供应问题，当前欧洲正面临罕见的干旱，今冬出现极端能源短缺已经有所征兆。如果后续重回滞胀交易，金价的反弹更为通顺，即使是衰退宽松交易，金价表现也不会太差。

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），价格可能震荡。8月第4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：鲍威尔在央行年会上表态超预期强硬，美元指数再创新高

Jackson Hole 央行年会上鲍威尔的强硬表态打断了市场极致的衰退宽松交易逻辑。欧元兑美元收跌0.75%，美元指数上涨0.69%至108.86。美元流动性溢价略微下跌，来到中性上方，目前处于中性偏紧的位置（51%分位）。8月第4周，在岸美元流动性溢价回调，处在较低位置（10%分位）。离岸美元流动性溢价略有下降，但仍维持在历史高位（91%分位），流动性溢价的分化表征着美国和非美经济体之间金融条件的差异仍大，在两者收敛之前，美元难改强势。

图 7：流动性溢价的分化表征着美国和非美经济体之间金融条件的差异仍大



资料来源：Wind，天风证券研究所

8 月第 4 周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率上行 0.92%至 6.87，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重新下降至 11%分位，看多情绪维持在低位。人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.2%分位）。

## 5. 海外：紧缩交易接棒衰退交易，后续再次切换的路标是政治压力和就业数据

全球央行年会上，鲍威尔明确表示，目前对抗通胀比支持增长更重要。联储的货币政策操作大概率将美国核心经济（投资、消费）拖入衰退，且衰退时间可能更长，衰退幅度可能更大。鲍威尔的鹰并非在于抬高加息的终点目标利率，而在于推迟转向宽松（降息）的时间点，这与通胀后续的演进路径具有高度不确定性相关。（详见《杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评》）**市场之前对衰退交易定价过快，我们在近期风险定价报告中就不断提示衰退交易逐步充分。联储态度转鹰之后，市场开始往相反方向交易。后续重回衰退宽松交易的路标有两个：一者是中期选举后政治压力的缓解；二者是就业数据出现明显的转向，经济进入实质性衰退。**

8 月第 4 周，10Y 名义利率上行 6bp 至 3.04%，10Y 实际利率变化不大，上行 4bp 至 0.47%。10 年期盈亏平衡通胀预期上行 2bp 至 2.57%。10 年-2 年的美债期限结构继续维持倒挂，10 年-3 个月利差收窄至 0.15%。

8 月第 4 周，CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期与上周有所上升，上冲至 14.2 次的高位（每次 25bp），9 月加息 75bp 的概率为 61%，9 月和 11 月共加息 125bp 的概率上升至 47.7%（上周仅为 20.9%）。美国信用溢价继上周持续上涨，目前处在中位数附近（47%分位），美国投机级与投资级信用溢价分别上涨至 45%分位和 49%分位，美国的信用环境边际走宽。

8 月第 4 周，道琼斯、纳斯达克指数和标普 500 均有小幅下跌，VIX 上涨至 26 左右，为本月最高值，美股波动再次加大。三大美股指的风险溢价较上周回升：标普 500 和道琼斯的风险溢价分别处于中性偏高和中性位置（处于 1990 年以来的 62%历史分位和 47%历史分位），估值分别处在中性偏便宜和中性区间内；纳斯达克的风险溢价略微上升至 37%

分位，估值中性偏贵。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com