

风险定价-价值风格的拥挤度持续上升

证券研究报告

2022年09月17日

9月第3周资产配置报告

9月第2周各类资产表现：

9月第2周，美股指数逆转下跌趋势，开始小幅回升。国内市场也小幅回暖，Wind全A上涨了1.86%，但是成交额下降至4万亿元，日均成交额已经持续两周下跌。一级行业中，房地产，煤炭及有色金属表现靠前；食品饮料，农林渔牧及传媒等表现靠后。信用债指数上涨0.12%，国债指数下跌0.07%。

9月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——价值风格的拥挤度持续上升

债券——利率债拥挤度高位回落，行情纠结

商品——衰退预期与供给溢价相互拉扯

汇率——紧缩交易升温，在岸和离岸美元流动性的价差位于历史极值附近

海外——紧缩交易的变数在政治压力

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

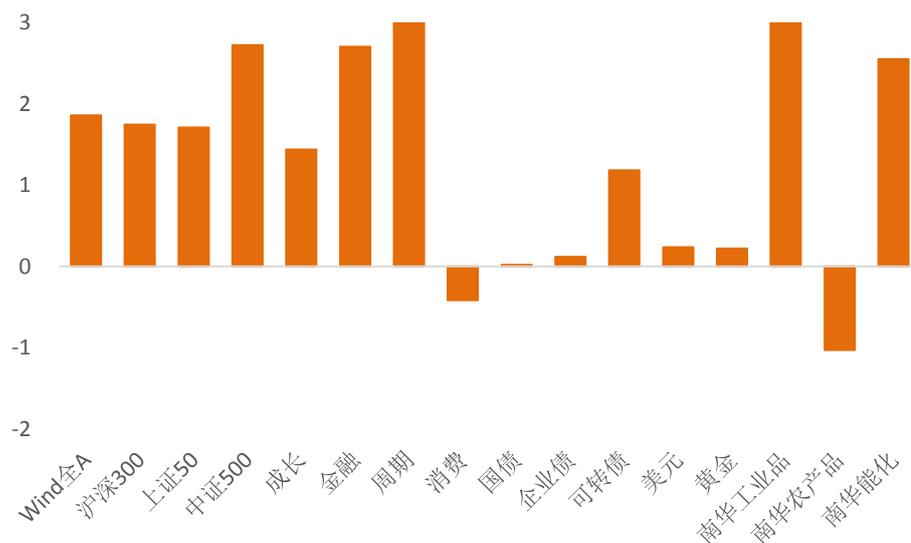
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

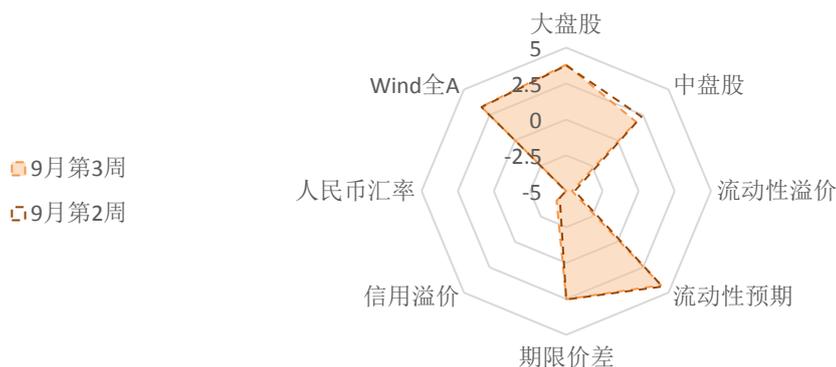
- 1 《宏观报告：基建的长期问题》
2022-09-12
- 2 《宏观报告：欧洲制造大迁移》
2022-09-09
- 3 《宏观报告：风险定价-市场降温，
大盘价值短期盈亏比高-9月第1周资产配置报告》
2022-09-03

图 1：9 月第 2 周各类资产收益率(%)



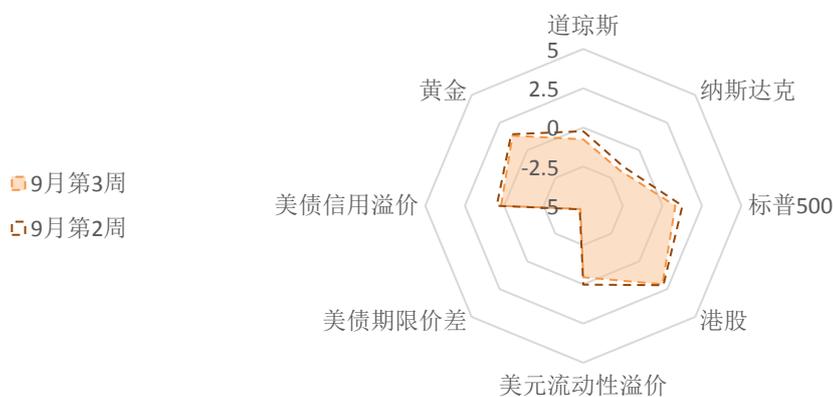
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 月第 3 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 3 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。

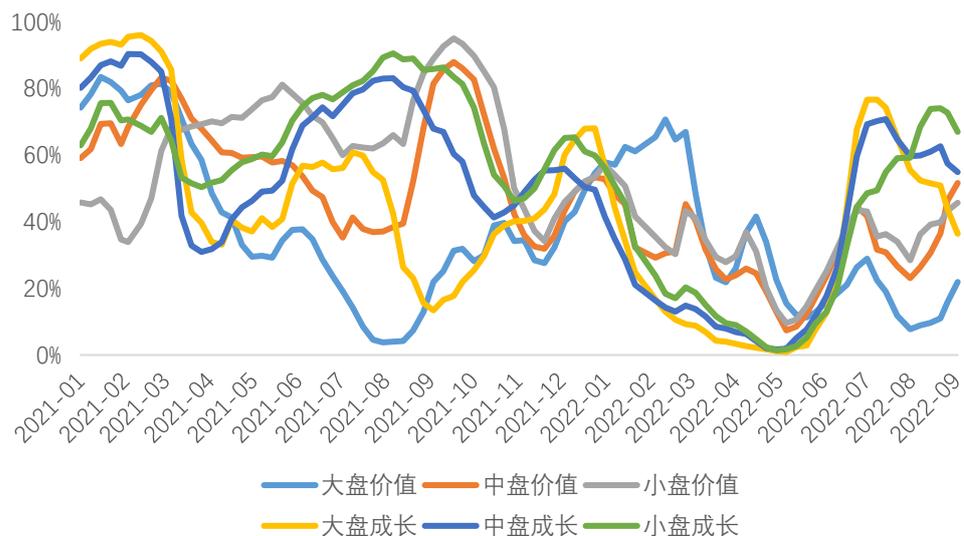
1. 权益：价值风格的拥挤度持续上升

9 月第 2 周，国内新冠疫情仍在反复，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的 1682 例回落至 1336 例。截止 9 月 10 日，全国共有高风险地区快速下降至 1282 个（上周 2096 个），中风险地区也下降至 1483 个（上周 1531 个）。**物流运输出行数据较上周均有小幅提升，其中航空货运数据连续两周上升。**9 月 4 日至 9 月 10 日铁路货运发运量环比回升 2.35%（上周环比回升 1.39%），货运航班环比继续上升 2.90%（上周环比上升 5.01%），创 7 月上旬以来的新高。民航航班单日执行量持续下降至每日 3000-7000 班（上周 8000 班左右）。

风险溢价方面，Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（83%分位，详见图 2），上证 50 与沪深 300 的估值处于【便宜】水平（88%和 87%分位），中证 500 的估值维持【较便宜】水平（68%分位）。金融估值维持【很便宜】（93%分位），周期估值【很便宜】（94%分位），成长估值【便宜】（90%分位），消费估值【较便宜】（75%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

拥挤度方面，小盘成长的交易拥挤度开始下降但还在较高区间（67%分位），小盘成长的调整可能不够充分，大盘成长的交易拥挤度回落到中性下方（36%分位）。中盘价值和中小盘价值的拥挤度继续回升（52%和 46%分位），大盘价值的拥挤度回升至 22%，但仍处在低位，回升仍有较大空间。

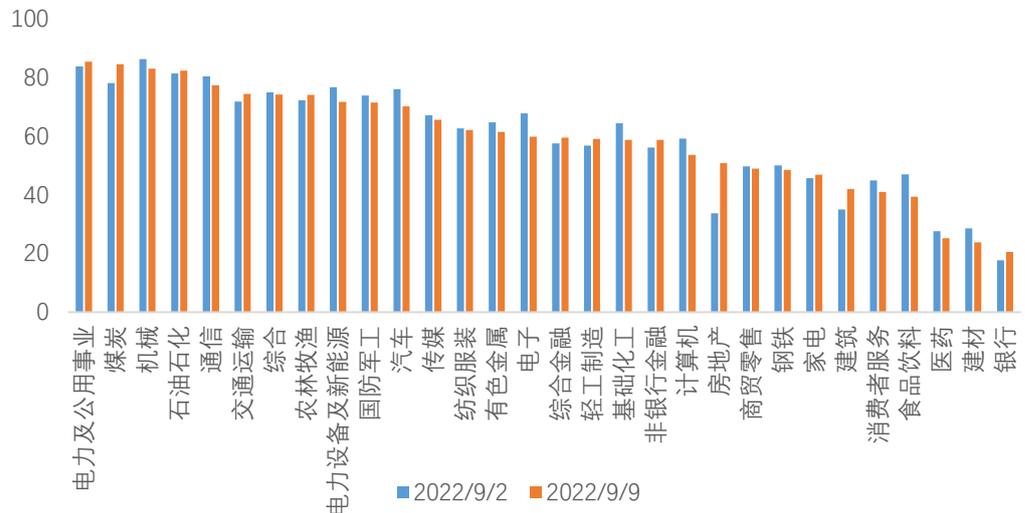
图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

30 个一级行业的平均拥挤度变化不大，整体有所回落，交易拥挤度在中性水平以上的行业有 16 个。电力、煤炭、机械及石油石化的拥挤度最高，**房地产的拥挤度提升幅度明显，医药、建筑建材、银行的拥挤度最低。**

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

9月前两周，北向资金分别净流入 4.41 亿和净流出 2.21 亿人民币。其中，格力电器、宁德时代、紫金矿业及隆基绿能净流入规模靠前。南向资金分别净流入 42.99 亿和 45.35 亿港币。恒生指数的风险溢价保持在在 71%分位，估值中性偏低。

2. 债券：利率债拥挤度高位回落，行情纠结

8月内需指标均有所好转，上游成本压力缓解，基建进一步发力（详见《短期扰动不掩经济韧性》），9-10月经济回升的斜率较8月进一步上升。

9月第2周，央行公开市场操作净回笼 200 亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（4%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期维持高位（93%分位）。稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变化的路标可能是经济特别是地产数据的连续改善。

9月第2周，期限价差较上周小幅回落，但处于偏高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周明显上升，但仍维持在历史低位（9%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 12%分位和 7%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。

9月第2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开始回落，但还处在拥挤位置（86%分位），利率债的短期盈亏比仍低。中证转债与信用债的短期交易拥挤度都较上周出现明显回落（40%分位和 49%分位），处在中性偏低位置。

3. 商品：衰退预期与供给溢价相互拉扯

能源品：9月前两周，布伦特油价共下跌 6.55%，收于 92.42 美元/桶。库存方面，美国战略石油储备减少 2.34%。目前，衰退预期与供给溢价的博弈剧烈，由于**美欧央行再度放鹰，衰退预期暂时主导定价**。前期通过淡季加价加速补库，欧洲天然气库存上升较快，部分国家提前完成储气计划，葡萄牙、波兰、英国已基本满库，法国、意大利及德国等重点国家储气量也超 80%库存水平。但即使达到预定的目标，也不能完全保证这个冬天欧洲的天然气供应，尤其是今冬出现极寒天气的概率不低。**天然气与原油的比价目前仍处在高位，能源替代的需求对油价有支撑。**

基本金属：9月前2周，LME 铜大幅下跌 6.36%，录得 7868.5 美元/吨，铜油比处在相对低位。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度下降至 22%分位。沪铝上升 0.72%，沪镍上升幅度明显上涨 8.80%。

贵金属：9月前2周，伦敦现货金价下行 1.23%，收于 1716.05 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度在回落至 13%分位，市场情绪偏消极。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。

4. 汇率：紧缩交易升温，在岸和离岸美元流动性的价差位于历史极值附近

近期联储缩表速度开始加速，8月累计缩表超630亿（8月最后1周缩表近250亿），相比7月缩表230亿，速度上升了接近三倍。但是在岸美元流动性依然宽松，9月第2周，在岸美元流动性溢价下降至低位（6%分位）。

临近9月FOMC，市场对联储加息75/100bp的预期升温，离岸美元流动性溢价持续了8月末的回落趋势，但仍维持在历史高位（85%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在扩大，在两者收敛之前，美元强势难以逆转。

图6：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

9月前两周，人民币汇率震荡偏弱，离岸人民币汇率上行0.99%至6.93，截至目前，人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.06%分位），本轮中期贬值在时间和空间上仍未充分，但汇率贬值对资金流出和A股市场情绪的影响也弱于历史相同汇率点位时期。人民币的短期交易拥挤度大幅下降至3%分位，看多人民币的情绪维持在低位。

5. 海外：紧缩交易的变数在政治压力

联储将CPI（波动大且难以控制）而不是核心PCE（联储通过需求抑制可以实际控制）作为通胀目标，表明在控通胀这个问题上，政治原因大于经济原因。因此中期选举结束后政治压力能否回落是联储紧缩表态出现实质性转变的关键（详见《杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评》）。9月第2周，CME美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期略有上升至15.2次的高位（每次25bp），9月加息75bp的概率上升至91%，9月和11月共加息125bp的概率上升至81.5%（9月第1周仅为47.7%）。

9月前两周，10Y名义利率上行29bp至3.33%，10Y实际利率上行44bp至0.91%。10年期盈亏平衡通胀预期下行15bp至2.42%。10年-2年的美债期限结构继续维持倒挂，10年-3个月利差已经处在25bp左右的较低位置。美国信用溢价处于中等水平（52%分位），投机级与投资级信用溢价均在中位数附近（49%和55%分位），信用环境较8月中旬略微改善。

9月第2周，三大股指均出现3%左右的反弹，VIX下降至23左右。风险溢价方面，标普500和道琼斯的风险溢价分别处于中性偏高和中性偏低水平（处于1990年以来的58%历史分位和42%历史分位），纳斯达克的风险溢价下降至32%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
	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：570102	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com