

# 风险定价-中期逻辑仍有望回到经济复苏

证券研究报告

2022年09月24日

## 9月第4周资产配置报告

9月第3周各类资产表现：

9月第3周，美股指数未能延续上周的上涨趋势，周下跌约5%。国内市场也呈现了回落趋势，Wind全A下跌了4.16%，成交额持续下降至3万亿元，日均成交额跌至6247亿元。一级行业中，银行，食品饮料及家电表现靠前；机械，电力及新能源等表现靠后。信用债指数上涨0.07%，国债指数下跌0.10%。

9月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——外部环境恶化拖累短期情绪，中期逻辑仍有望回到经济复苏

债券——债市变化不大

商品——原油的震荡格局没有改变

汇率——人民币贬值接近第二目标位

海外——衰弱交易过度，重回紧缩交易

**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

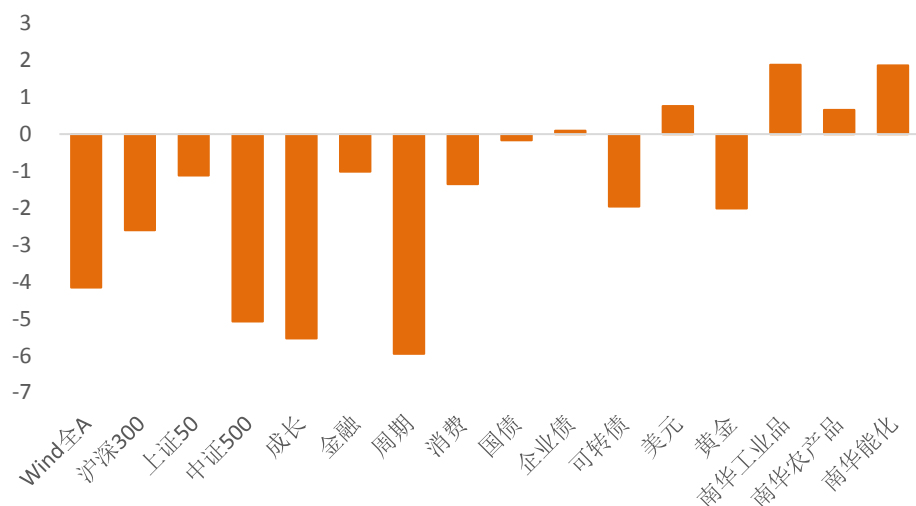
宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人  
linyanyan@tfzq.com

相关报告

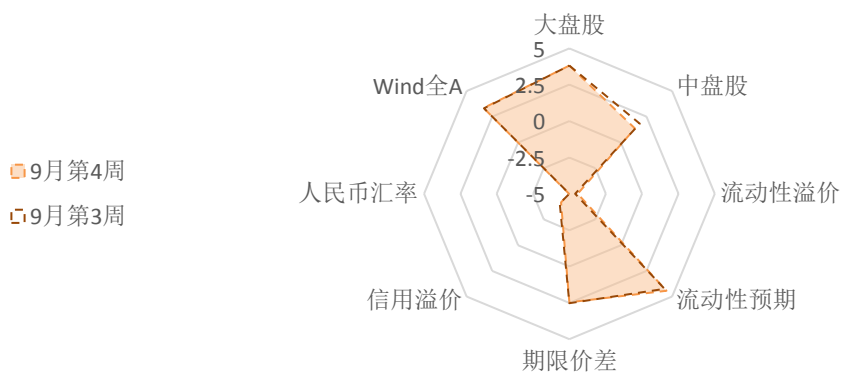
- 1 《宏观报告：联储货币政策考虑政治而非经济-联储货币政策考虑政治而非经济》2022-09-23
- 2 《宏观报告：宏观-8月数据里的中国经济逻辑》2022-09-17
- 3 《宏观报告：风险定价-价值风格的拥挤度持续上升-9月第3周资产配置报告》2022-09-17

图 1：9 月第 3 周各类资产收益率(%)



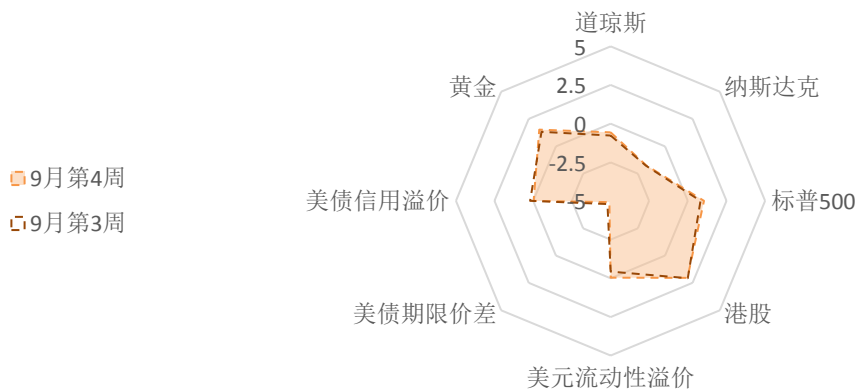
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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：外部环境恶化拖累短期情绪，中期逻辑仍有望回到经济复苏

9月以来，市场处于“内忧外患”的情绪中，内忧是对国内经济复苏的疑虑，外患既有国际关系的复杂性，也有各国央行竞争性加息带来的流动性担忧。

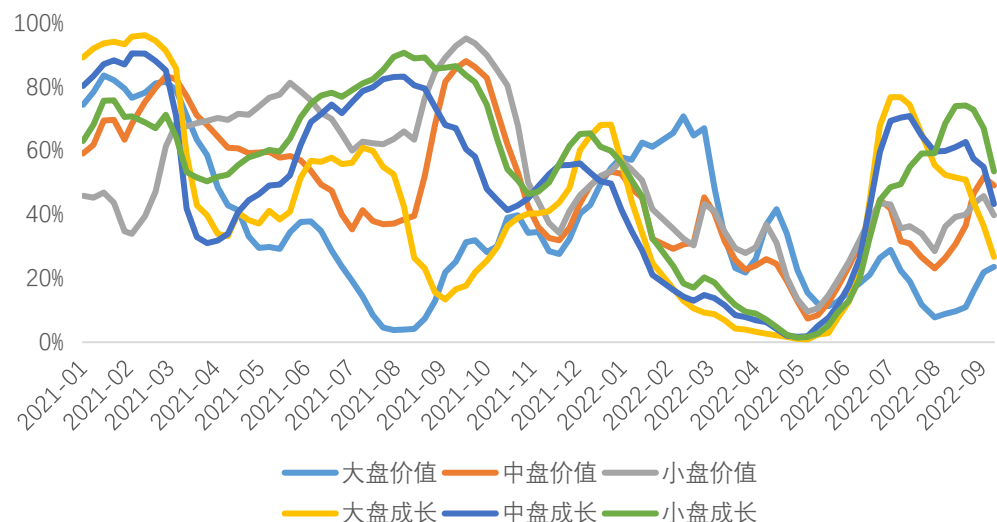
8月经济数据虽然有疫情、高温限电等因素的扰动，制造业投资和消费同比增速超预期，政策发力继续带动基建投资走高，地产竣工链条出现好转迹象。目前全球供给侧的不确定性仍然居高不下，产能转移的趋势较难逆转，出口和制造的非线性变化需要引起重视，疫情对消费压制逐渐减弱，基建将在旺季持续强势（详见《8月数据里的中国经济逻辑》）。整体来看，9-10月经济大概率能延续7-8月的复苏趋势，并且斜率有望提升。

9月第3周，国内新冠疫情有明显改善，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的1336例回落至869例。截止9月16日，全国共有高风险地区持续下降至1208个，中风险地区快速下降至1130个。由于处于中秋假期前后，物流运输出行数据较上周回落明显。9月10日至9月16日铁路货运发运量与上周基本持平（上周环比回升2.35%），高速货运下跌7.42%，持续两周回落，货运航班环比下跌10.79%（上周环比上升2.90%）。民航航班单日执行量与上周基本持平（上周3000-7000班左右）。

风险溢价方面，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（84%分位，详见图2），上证50与沪深300的估值处于【便宜】水平（88%和88%分位），中证500的估值维持【较便宜】水平（64%分位）。金融估值维持【很便宜】（92%分位），周期估值【很便宜】（95%分位），成长估值【便宜】（91%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，风格之间的差异逐渐平衡，大盘风格（无论是成长还是价值）的交易拥挤度低于中盘和小盘。小盘成长的交易拥挤度下降至中间偏高位（54%分位），小盘成长的拥挤度逐渐回归中性。大盘成长的交易拥挤度自7月中旬持续回落，目前处在27%分位，短期的盈亏比逐渐回升。大盘价值的拥挤度继续回升（24%分位），但仍处在中低位位置。中盘和小盘价值的拥挤度略微下跌至49%和40%分位。

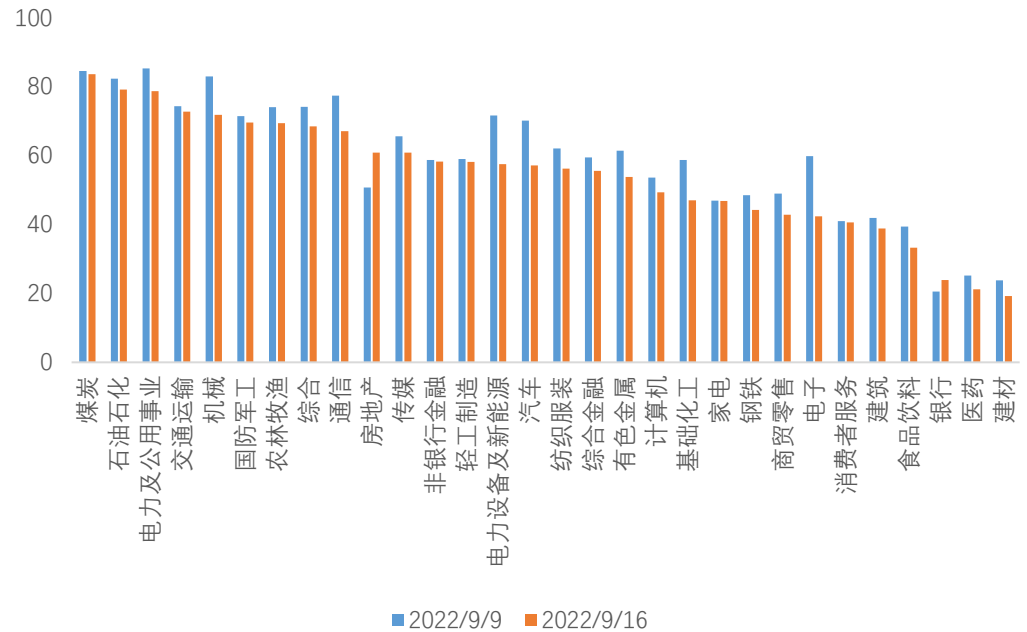
图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

30个一级行业的平均拥挤度相较上周下降了5%，只有两个行业交易拥挤度相较上周提升（地产和银行），其余28个均有不同幅度的下降。电力、煤炭、交通运输、机械及石油石化的拥挤度最高，房地产的拥挤度继续快速回升，食品饮料、医药、建筑建材、银行的拥挤度最低，短期盈亏比较有吸引力。

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月第3周，北向资金净流出60.88亿人民币，为近两月最大净流出额。其中，格力电器、隆基绿能及中国平安的净流入规模靠前。南向资金净流入107.7亿港元。恒生指数的风险溢价保持在在70%分位，估值中性偏低。

## 2. 债券：债市变化不大

9月第3周，央行公开市场操作净回笼2020亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（6%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（94%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3周，期限价差较上周小幅回落，但仍处于偏高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅回落，但仍维持在历史低位（8%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10%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3周，债券市场的乐观情绪仍处在中高位置。利率债的短期交易拥挤度较上周小幅回落，但还处在拥挤位置（82%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持续回落。其中，中证转债的短期交易拥挤度大幅回落至26%分位，处在偏低位置。

## 3. 商品：原油的震荡格局没有改变

**能源品：**9月第3周，布伦特油价下跌0.92%，收于91.57美元/桶。库存方面，美国战略石油储备较上周减少1.90%。目前，衰退预期与供给溢价的博弈剧烈，一对矛盾的价格逻辑交织下，原油短期震荡的格局没有改变。未来的不确定性主要还是来自于地缘事件的变化：伊核协议谈判、OPEC产量变化、俄乌冲突缓和以及欧盟对俄制裁、欧洲能源危机等等。目前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月第3周，LME铜小幅下跌0.60%，录得7809.5美元/吨，铜油比处在相对低位。COMEX铜的非商业持仓拥挤度上升至26%分位。沪铝上升1.90%，沪镍延续了上周的明显涨幅，上涨8.15%。

**贵金属：**9月第3周，伦敦现货金价下行2.45%，收于1674.02美元。COMEX黄金的

非商业持仓拥挤度在回落至 12%分位，市场情绪偏消极。但在另一方面，全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量较上周上涨 24.10%，市场情绪比较稳定。

#### 4. 汇率：人民币贬值接近第二目标位

在缩表加速的驱动下，9 月第 3 周，在岸美元流动性溢价上升至 11%分位，但整体上看，在岸美元流动性依然宽松。9 月 FOMC 联储加息 75，离岸美元流动性溢价跟随在岸小幅上涨，维持在历史高位（88%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。

9 月第 3 周，人民币汇率持续走弱，离岸人民币汇率上行 0.59%至 6.97，截至目前，人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.18%分位），本轮贬值已经接近我们给出的第二目标位（7.0 以上），贬值从空间上看逐渐充分，但趋势性升值的时间点仍需等待。（详见《汇率和股市是什么关系？》）目前，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持续下降至 2%分位，看多人民币的情绪维持在低位。

#### 5. 海外：衰弱交易过度，重回紧缩交易

8 月上半月，美国 10-2Y 期限利差曾经一度倒挂接近 50bps，10Y 与 3M 的期限利差也缩小至 10bps 以内，我们当时提示了衰退交易定价已经充分。极致的衰退预期使得宽松交易的脆弱性积累到较高的水平。因此临近 9 月 FOMC，联储鹰派态度加码之后，积攒的脆弱性开始释放，市场的交易逻辑转向紧缩交易。

**美国中期选举后，联储政治压力回落是货币紧缩状态发生转变的关键时点**（详见《杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评》），也是市场结束紧缩交易重回宽松交易的关键路标。9 月第 3 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 16.4 次的高位（每次 25bp），9 月加息 75/100bp 的概率为 82%，加息 100/125bp 的概率为 18%。11 月预计加息幅度更大。

9 月第 3 周，10Y 名义利率上行 12bp 至 3.45%，10Y 实际利率上行 16bp 至 1.07%。10 年期盈亏平衡通胀预期下行 4bp 至 2.38%。10 年-2 年美债利差继续维持倒挂，10 年-3 个月利差处在 25bp 左右的较低位置。美国信用溢价处于中等水平（50%分位），投机级与投资级信用溢价仍在中位数附近（48%和 52%分位），信用环境较 8 月中旬略微改善。

9 月第 3 周，三大股指均出现 5%左右的下跌，VIX 上升至 26 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 60%历史分位和 44%历史分位），纳斯达克的风险溢价略微至 33%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