

风险定价-分子端稳中向好，不必太过悲观

证券研究报告

2022年10月01日

10月第1周资产配置报告

9月第4周各类资产表现：

9月第4周，美股指数下跌约1.5%。国内市场表现也不尽如人意，Wind全A下跌了1.77%，日均成交额小幅回升至6529.15亿元。一级行业中，煤炭、石油石化及有色金属表现靠前；建材，电子及医药等表现靠后。信用债指数上涨0.07%，国债指数下跌0.08%。

10月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——不必太过悲观，大盘价值反弹空间更大

债券——转债进入交易拥挤度低区，反弹概率开始加大

商品——紧缩交易主导定价逻辑

汇率——日本零利率，英国宽财政，欧元区最难熬

海外——联储的目标函数发生转变的时点要等到11月中期选举后

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

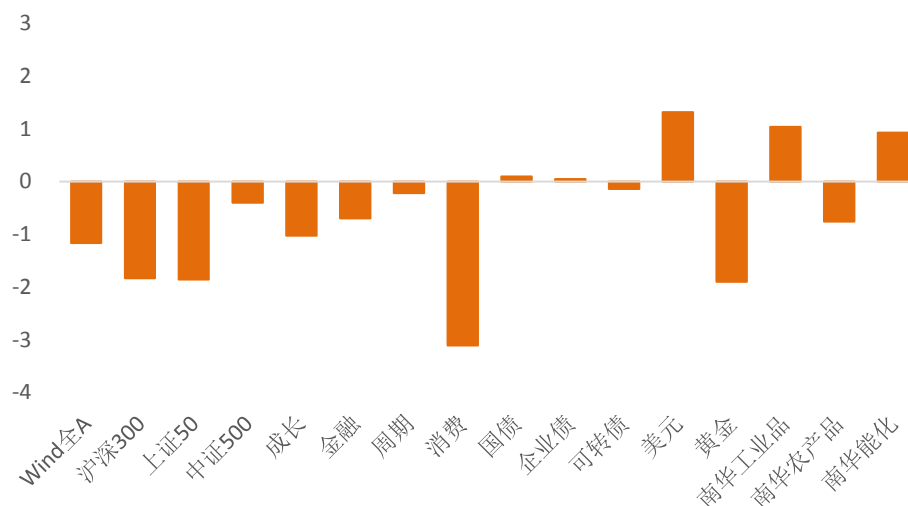
相关报告

1 《宏观报告：宏观-贬值的终点》
2022-09-29

2 《宏观报告：宏观-消费是不是被低估了？》
2022-09-24

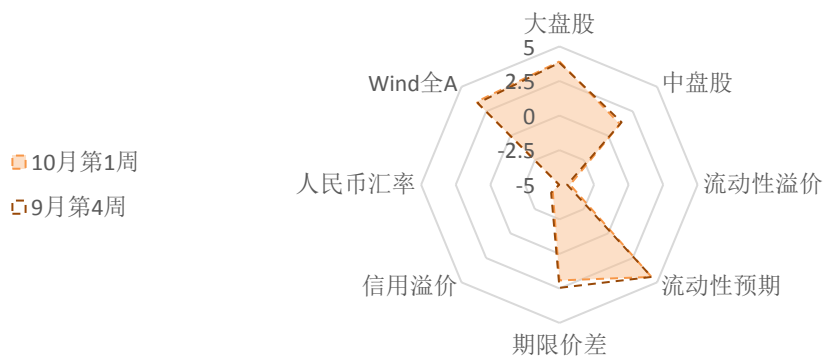
3 《宏观报告：风险定价-中期逻辑仍有望回到经济复苏-9月第4周资产配置报告》
2022-09-24

图 1：9 月第 4 周各类资产收益率(%)



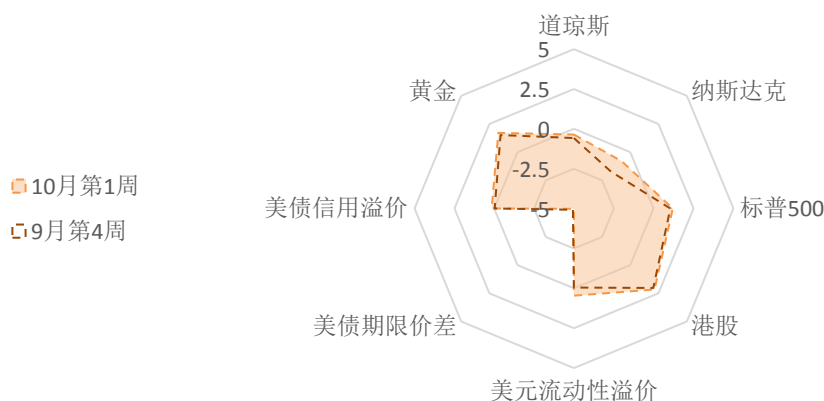
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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。

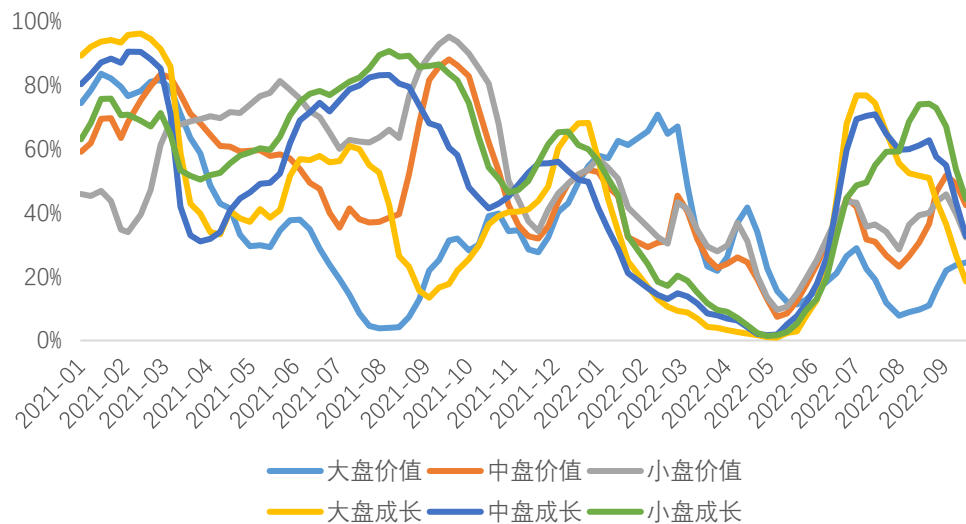
1. 权益：不必太过悲观，大盘价值反弹空间更大

9 月第 4 周，国内新冠疫情进一步缓解，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的 869 例稳步回落至 714 例。截止 9 月 23 日，全国共有高风险地区快速下降至 613 个，中风险地区下降至 791 个。中秋节后，物流运输出行数据恢复到正常水平。9 月 16 日至 9 月 23 日铁路货运发运量较上周略微上升 1.75%（上周环比上升 0.01%）；高速货运上涨 19.14%，逆转了回落趋势；货运航班环比上升 10.08%（上周环比下降 10.79%）。民航航班单日执行量回到 5500 班次以上（上周初仅 3000 班次左右）。

风险溢价方面，Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（85%分位，详见图 2），上证 50 与沪深 300 的估值处于【便宜】水平（89%和 90%分位），中证 500 的估值维持【较便宜】水平（62%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【很便宜】（94%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>成长>金融>消费。

拥挤度方面，所有风格拥挤度都回到中性下方，风格之间的差异进一步弥合。大盘价值的拥挤度与上周持平（24%分位），大盘成长快速回落至 19%分位。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。大盘成长和价值都处在 25%分位以下的较低位置，从短期盈亏比的角度来看，吸引力较高。小盘成长的交易拥挤度下降至中性下方（44%分位），中盘成长的拥挤度回落到 33%分位。中盘和小盘价值的拥挤度略微下跌至 42%和 32%分位。

图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）

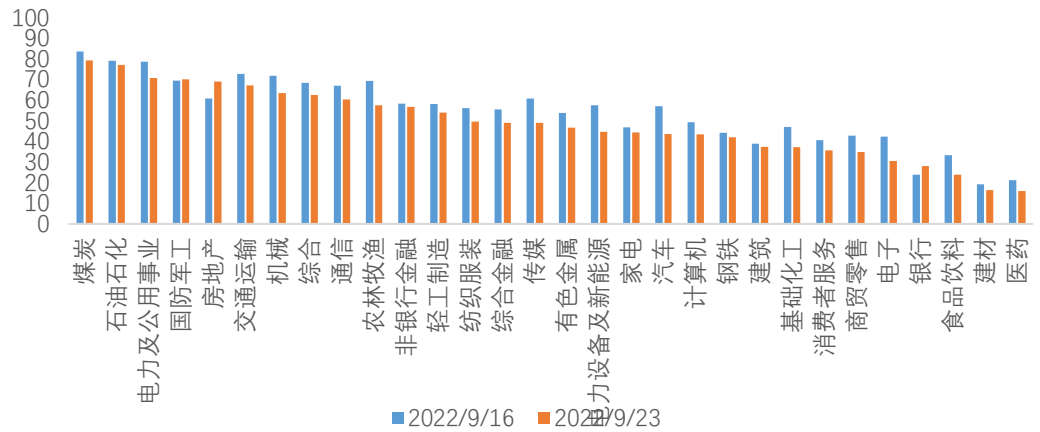


资料来源：Wind，天风证券研究所

30 个一级行业的平均拥挤度分位数相较上周又下降了 5%，只有三个行业交易拥挤度相较上周提升（军工、地产和银行），其余 27 个均有不同幅度的下降。煤炭、石油石化、电力、军工的拥挤度最高，房地产的拥挤度继续快速回升，食品饮料、电子、医药、建材、银行的拥挤度最低，短期盈亏比较有吸引力。

综合行业和风格的交易拥挤度来看，如果未来市场情绪在国内经济改善、外部环境缓和的驱动下回暖，建材、金融、食品饮料等与经济基本面更加相关的大盘价值风格反弹空间更大，同时大盘成长整体的盈亏比也值得重视。

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4周，北向资金净流出61.34亿人民币，与上周基本持平。其中，天齐锂业、立讯精密及陕西煤业的净流入规模靠前。此外，南向资金净流入108.27亿港元，也与上周保持一致。恒生指数的风险溢价保持在在72%分位，估值中性偏低。

2. 债券：转债进入交易拥挤度低区，反弹概率开始加大

9月第4周，央行公开市场操作净投放920亿，是自7月末以来的首次正值净投放。资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（8%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）。

9月第4周，期限价差已持续两周回落，但仍处于偏高位置（69%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（7%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4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有明显回落，但还处在较拥挤位置（71%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，分别回落至17%分位和41%分位，转债已经进入拥挤度低区，短期反弹概率正在加大。

3. 商品：紧缩交易主导定价逻辑

能源品：9月第4周，布伦特油价持续下跌6.59%，收于85.54美元/桶。库存方面，美国战略石油储备也持续减少，较上周下跌1.59%。目前，衰退预期与供给溢价的博弈剧烈，9月FOMC加息75bps且联储鹰派态度加剧让天平再次倒向衰退，目前看来，11月中期选举结束之前难以看到联储鹰派态度的拐点。同时，供给端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。如果中期选举之后，联储收到政治压力下降或供给侧再次受地缘事件驱动出现收缩，油价可能再次掉头向上。

基本金属：9月第4周，LME铜下跌4.09%，录得7444.5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。沪铝也相应下跌2.32%，沪镍却依旧延续了上周的上涨趋势，上涨3.89%。

贵金属：9月第4周，伦敦现货金价下行1.82%，收于1643.6美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度在回落至6%分位。但是，全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量较上周基本持平，市场情绪稳定偏消极。

4. 汇率：日本零利率，英国宽财政，欧元区最难熬

8月杰克逊霍尔会议之后，联储鹰派态度开始逐步加码，非美货币随之开始了轰轰烈烈的贬值。美元指数站上112，欧元创下历史新低，英镑创1985年来的新低，美元兑日

元暴涨至近 145，接近 1998 年的高点。

不同国家货币贬值的原因不尽相同。欧洲即使跟随美联储的脚步加息也抑制不住贬值的趋势，因为欧洲经济更经不起连续加息，欧洲经济受到俄乌冲突带来的供给冲击更为直接。日本在国际政治上对美国的战略跟随已经做的足够到位，积极加入印太战略，与俄罗斯在产业链上做切割，并在亚太地缘政治中表现强硬，拜登相较特朗普明显淡化了贸易平衡的矛盾，日央行不改货币政策，放任汇率贬值是对本国出口的保护。（详见《三大央行的滞胀选择》）

9 月第 4 周，在岸美元流动性溢价上升至 18%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（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在扩大，在两者收敛之前，美元强势难以逆转。

9 月第 4 周，人民币汇率持续走弱，离岸人民币汇率上行 1.59%至 7.13，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 1%分位，看多人民币的情绪维持在低位。

5. 海外：联储的目标函数发生转变的时点要等到 11 月中期选举后

9 月 FOMC 联储第三次加息 75bps，基准利率（联邦基金利率）达到 3~3.25%，点阵图显示今年底的加息终点预测大幅提高至 4.4%（中位数），2023 年为 4.6%。亚特兰大联储 GDPnow 对三季度美国 GDP 环比增速预测值为 0.3%。

越来越多的证据显示联储加息不是算经济账，而是在算政治账，拜登和民主党控制不住通胀的“锅”要让联储来背，联储明知加息对压低 CPI 增速几无作用，但仍然要在政治压力下完成规定动作。在 11 月 8 日中期选举前的 11 月议息会议可能仍要政治优先，联储的目标函数发生转变的时点在中期选举之后。（详见《联储货币政策考虑政治而非经济》）

当前市场依然是紧缩交易为主，未来重回衰退宽松交易的关键路标是中期选举。9 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略有上升至 16.7 次的高位（每次 25bp），另外预计 11 月加息 75bps 的概率为 72.9%，12 月在加息 50bps 的概率为 70.6%。

9 月第 4 周，受联储鹰派加码的驱动，10Y 名义利率上行 24bp 至 3.69%，10Y 实际利率上行 25bp 至 1.32%。10 年期盈亏平衡通胀预期下行 1bp 至 2.37%。10 年-2 年美债利差继续维持倒挂，10 年-3 个月利差处上升至 0.45%左右。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仍在中位数附近（51%和 53%分位），信用环境较 8 月中旬略微改善。

9 月第 4 周，三大美股指均随着 9 月新一轮的加息持续下跌，VIX 上升至 30 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 62%历史分位和 46%历史分位），纳斯达克的风险溢价有所回升，涨至 42%分位，但性价比仍在中性下方。

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	增持	预期股价相对收益 20%以上
		持有	预期股价相对收益 10%-20%
		卖出	预期股价相对收益 -10%-10%
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