

风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市 技术反弹

证券研究报告

2022年10月20日

10月第3周资产配置报告

10月第2周各类资产表现：

10月第2周，美股指数涨跌不一，整体变化幅度不大。国内市场快速反弹，Wind全A上涨了2.77%，日均成交额小幅回升至6989.03亿元。一级行业中，医药，计算机及农林牧渔表现靠前；煤炭，消费者服务及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨0.19%，国债指数上涨0.44%。

10月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——相对估值水平类比今年4月底、20年5月和19年1月

债券——利率债的拥挤交易已经逐步缓解

商品——紧缩预期再次强化，商品金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限

汇率——在岸美元流动性溢价开始逐渐上升

海外——空头过于拥挤，熊市技术性反弹

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

分析师

SAC执业证书编号：S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

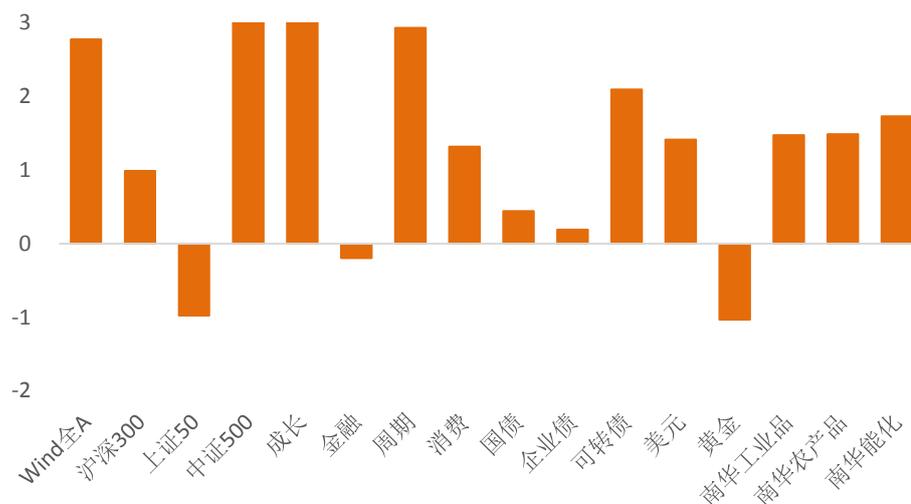
相关报告

1 《宏观报告：二十大报告的九个关注点》2022-10-17

2 《宏观报告：宏观-10月社融有望维持韧性》2022-10-13

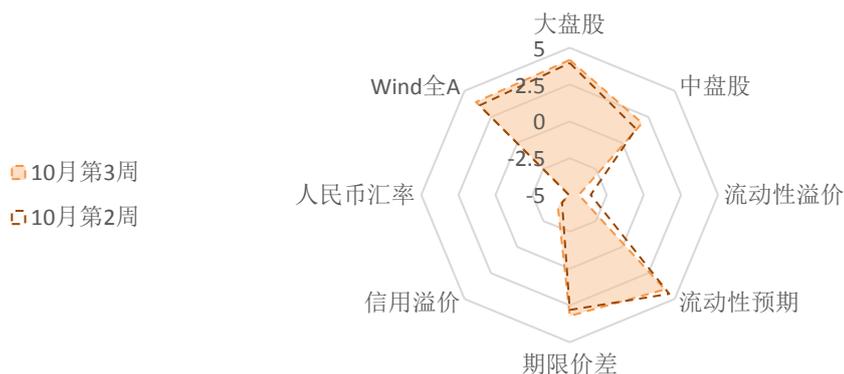
3 《宏观报告：风险定价-A股位于便宜且相对超卖的区间内-10月第2周资产配置报告》2022-10-11

图 1：10 月第 2 周各类资产收益率(%)



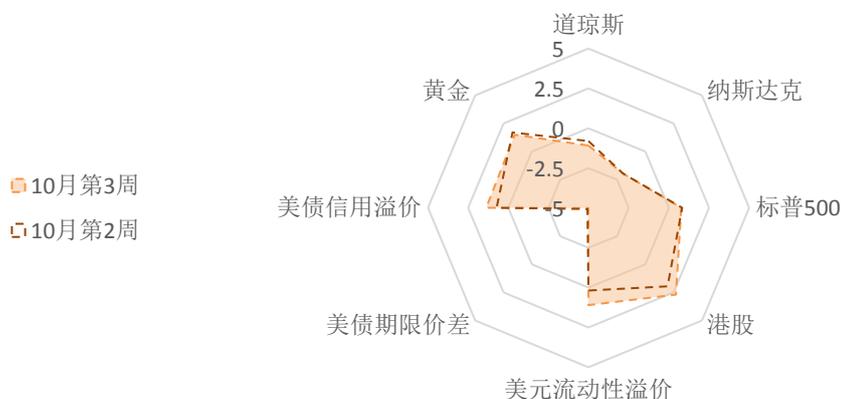
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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

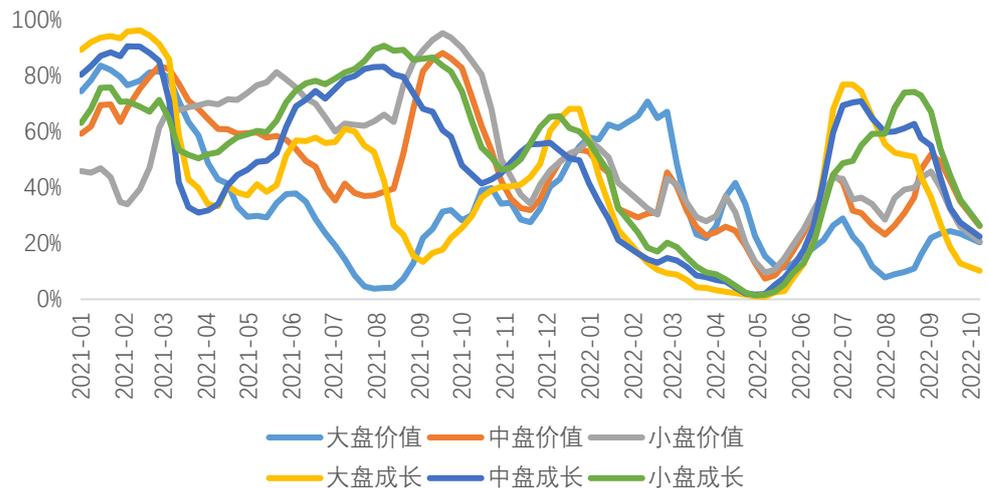
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

1. 权益：相对估值水平类比今年4月底、20年5月和19年1月

10月第2周，A股的风险溢价进一步上升，估值水平继续向【便宜】区间靠拢，其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价分位数为89%、92%和93%分位，中证500为69%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分位数为94%、97%、96%、76%分位。除中证500外，风险溢价水平再次创下年内新高。当前Wind全A的风险溢价已经升至中位数上方1.15个标准差，可比的历史时间点是今年4月底、20年5月、19年1月，市场在这三个时点后的一个季度都反弹超20%。

10月第2周，A股的拥挤度继续降低，大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长的拥挤度分别为20%、10%、26%、22%、21%、26%历史分位。当前市场的交易拥挤度仍高于今年4月底，接近今年3月中旬的超卖水平。30个一级行业的平均拥挤度下降至32%分位，其中煤炭、地产、石油石化、交通运输的拥挤度最高；电子、医药、建材的拥挤度最低，短期盈亏比有吸引力。目前资金正逐步在拥挤度维度上进行高低切换。10月第2周，医药与电子分列一级行业主动净买入额第二与第三名，而煤炭和地产分列倒数第二和第三名。

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

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

2. 债券：利率债的拥挤交易已经逐步缓解

跨季资金需求过峰之后，流动性溢价重新回落至 6%分位，处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期有所下降，但仍维持高位（91%分位）。期限价差继续回升至较高位置（82%分位）。信用溢价较上周小幅上涨，但仍处于历史低位（11%分位）。

利率债的短期交易拥挤度持续回落，跌入中性偏低位置（38%分位）。转债与信用债的短期交易拥挤度也较上周小幅回落至 14%和 40%分位。

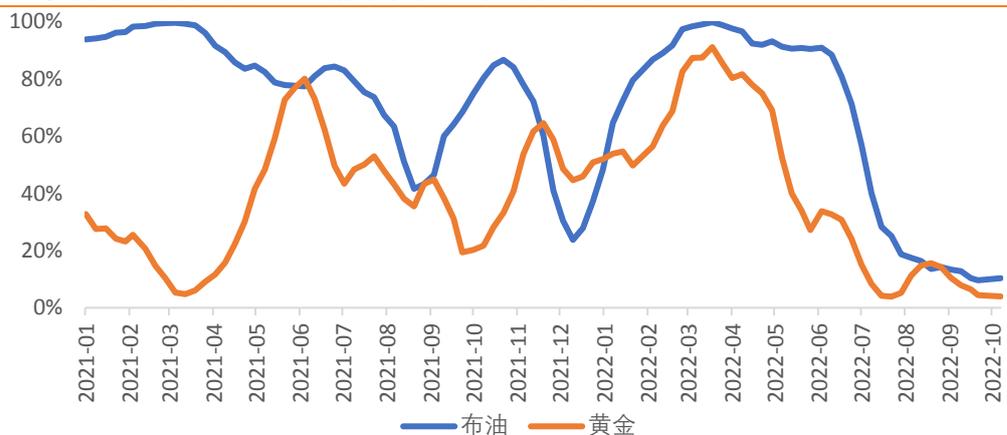
3. 商品：紧缩预期再次强化，商品金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限

能源品：10 月第 2 周，美国 9 月核心通胀再超预期，再次强化了紧缩预期，布油跌 7.01%至 91.46 美元/桶。原油的交易拥挤度自今年 6 月从 90%分位左右的极高位置回落至目前 10%分位的水平，短期性价比显著。当前全球原油库存维持在较低位置，供求紧平衡的格局并未改变，原油市场在衰退交易阶段性定价之后，短期存在反弹机会。

基本金属：10 月第 2 周，铜价窄幅震荡。当前铜油比处于历史相对低位，铜金比处在历史中性水平附近，铜的商品属性定价了较高的衰退预期，金融属性定价了中性的紧缩预期。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度上升至 31%分位，投机交易有所回升。

贵金属：COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度有所上升，但仍处在 15%分位的历史低位。现货黄金 ETF 的持仓量小幅下降，黄金的短期交易拥挤度回落至 10%分位下方，交易情绪总体稳定在低位。我们根据联储 9 月议息会议的经济和加息预期测算，实际利率还有 20bp 左右的上升空间，黄金的金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限。

图 6：布伦特原油和伦敦金交易拥挤度分位数已经来到历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 汇率：在岸美元流动性溢价开始逐渐上升

截止 10 月 12 日，美联储在一个月内缩表了 737.9 亿美金，缩表速度创下本轮紧缩周期以来的新高。受缩表加速的拉动，10 月第 2 周，在岸美元流动性溢价上涨至 29%分位，开始向中性靠近，离岸美元流动性溢价维持历史高位（93%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，近期两者开始收敛，对强势美元的支撑将会减弱。

图 7：离岸与在岸的美元流动性溢价开始收敛（单位：百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

10 月第 2 周，离岸美元兑人民币汇率下行 0.68% 至 7.19，人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.06% 分位），本轮贬值从空间和时间上看逐渐充分，但升值的拐点仍需等待。（详见《贬值的终点》）

5. 海外：空头过于拥挤，熊市技术性反弹

美国 9 月核心通胀再超预期，房租、医疗服务、出行等核心服务价格有较强粘性。在 CPI 超预期的驱动下，加息预期再次上升。CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期为 18 次以上（每次 25bp）。预计 11 月加息 75bps 的概率上涨至 97.2%，11 月和 12 月共加息 150bps 的概率为 69.8%，而联储 9 月点阵图给出的指引是 11 月和 12 月共加息 125bps，也就是说目前市场正在定价美联储可能再超预期紧缩。按照 9 月联储的季度经济展望，当前名义利率已经超过我们定量模型预测的美债利率顶部（3.8%）。

从通胀数据来看，去年 10 月 CPI 环比从 9 月的 0.27% 快速上升至 0.83%，如果今年 10 月环比维持 9 月的 0.22% 的增长，同比增速将从 9 月的 8.2% 快速下降至 7.5%。同时中期选举之后控制通胀的政治压力逐步缓解，联储在当前已给出的加息路径下继续加码的概率逐渐下降，到年底美债逐步筑顶的可能性也随之加大。

10 月第 2 周，10Y 名义利率上行 11bp 至 4%，10Y 实际利率下行 3bp 至 1.59%。10 年期盈亏平衡通胀预期上行 14bp 至 2.41%。10 年-2 年美债利差继续维持倒挂，10 年-3 个月利差下降 25bp 至 0.19% 左右。由于美债利率位于高位，当前美股的风险定价并不便宜，标普 500 和道琼斯的风险溢价分别处于 1990 年以来的 58% 分位和 39% 分位，纳斯达克的风险溢价降至 30% 分位，估值的性价比比较低。美国信用溢价处于中性偏高水平（64% 分位），投机级信用溢价略微上涨至中性偏高水平（56%），投资级信用溢价在中性偏高水平（71% 分位）。

另外美股业绩消化并未结束，从目前已经披露的 3 季度财报来看，业绩超预期的公司占比为疫情以来最低。因此近期的美股反弹并没有明显的基本面支撑，更可能是技术面的反弹：一是本月初纳指突破前低开始测试 200 周移动平均重要支撑位，二是多空势力悬殊，加拿大皇家银行 RBC 的调查显示，多头仓位仅剩几个月前的十分之一，极度拥挤的空头导致获利空间被压缩，逐渐开始平仓，驱动了市场的超跌反弹。

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