

风险定价-中期选举可能是分水岭

证券研究报告

2022年10月26日

10月第4周资产配置报告

10月第3周各类资产表现：

10月第3周，美股指数平均上涨5%。Wind全A下跌了1%，但日均成交额回升至7746.20亿元。一级行业中，计算机，交通运输及国防军工表现靠前；建材，家电及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨0.15%，国债指数下跌0.03%。

10月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——拥挤度降至4月中旬水平，向年内低点靠拢

债券——债市做多情绪明显回落

商品——黄金超卖程度较高，定价较为极端

汇率——美元流动性内外价差缓慢收敛，强势美元的支撑将减弱

海外——市场从过度紧缩交易又转向宽松交易，预计中选是分水岭

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

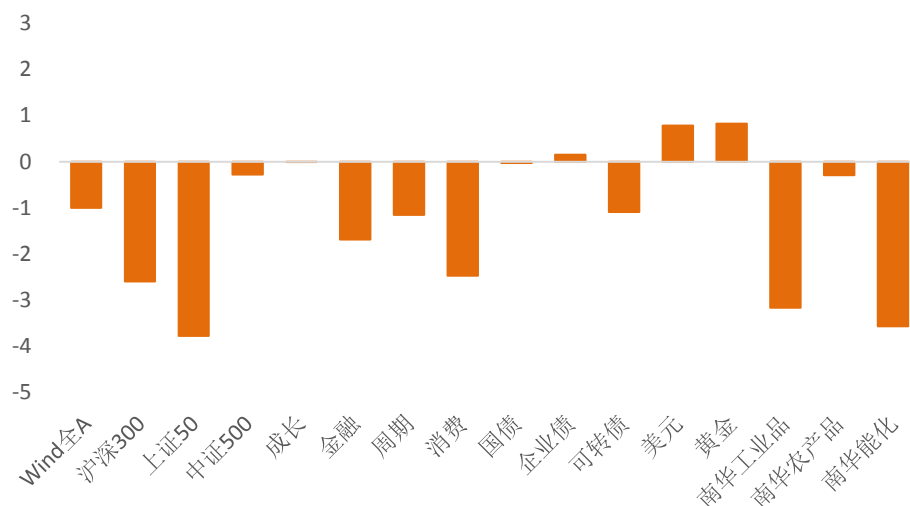
相关报告

1 《宏观报告：宏观-迟到的经济数据》2022-10-25

2 《宏观报告：地产下行的尽头：多少亿平是终点？-中国房地产市场的长期需求测算》2022-10-22

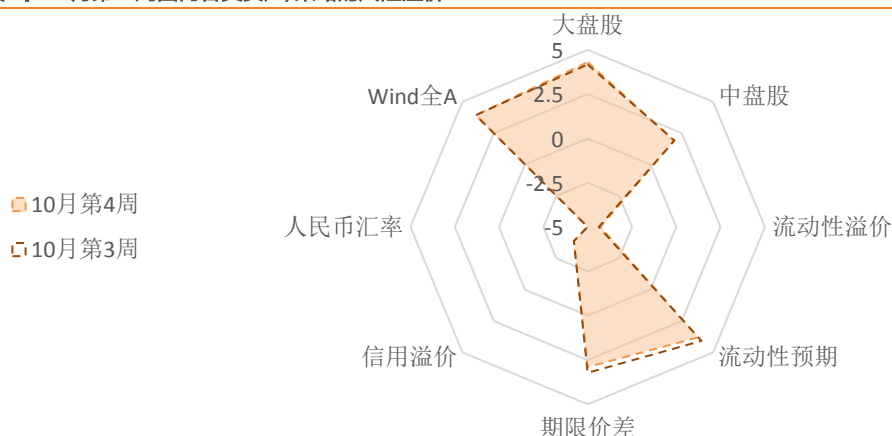
3 《宏观报告：风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹-10月第3周资产配置报告》2022-10-20

图 1：10 月第 3 周各类资产收益率(%)



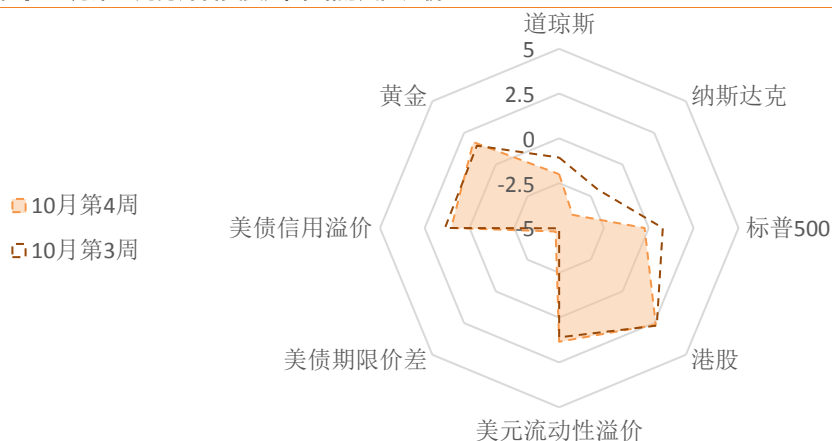
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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。

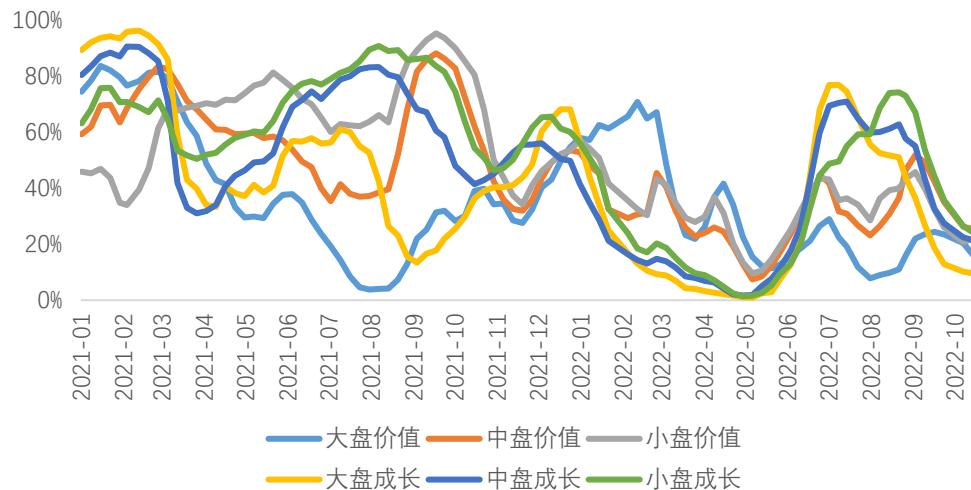
1. 权益：拥挤度降至 4 月中旬水平，向年内低点靠拢

10 月第 3 周，除中证 500 外，其余 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%、93% 和 94% 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 的风险溢价目前处在中位数上方 1.15 个标准差，市场中期（三个月）性价比很有吸引力。

10 月第 3 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 15%、9%、25%、21%、22%、24% 历史分位。当前市场的交易情绪已经回到 4 月中旬的水平，并正在进一步向 4 月底的低点靠拢，市场情绪极度悲观。

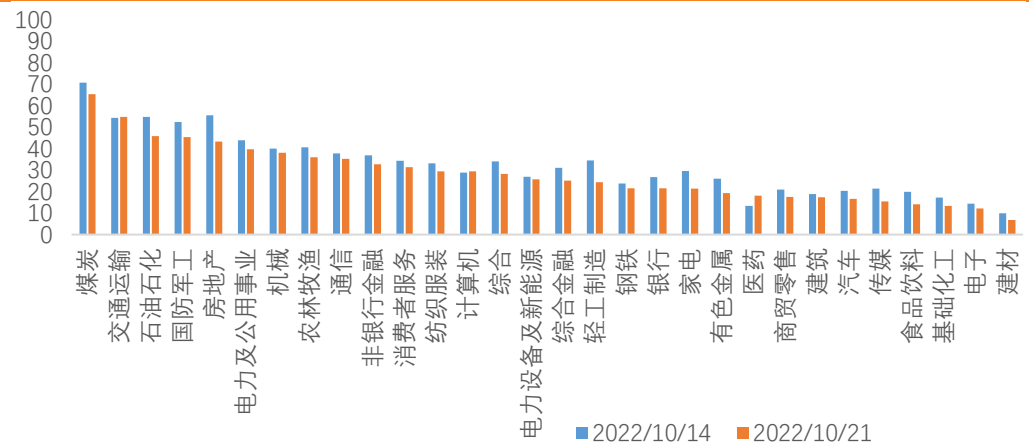
30 个一级行业的平均拥挤度下降至 28% 分位，拥挤度最高的煤炭也仅处于 66% 分位，高于中位数的行业仅有煤炭和交通运输；基础化工、电子、建材的拥挤度最低。资金流向方面，交通运输、建筑、国防军工、综合金融、机械的主动净买入额在一级行业中靠前，有色金属、食品饮料、基础化工、汽车、电新排名靠后。

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：债市做多情绪明显回落

流动性溢价小幅回升至 7%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（88%分位）。期限价差小幅回落至 79%分位。信用溢价较上周小幅回落，但仍处于历史低位（11%分位）。

利率债的短期交易拥挤度回落明显，跌入中性偏低位置（30%分位）。信用债的短期交易拥挤度也较上周小幅，但仍维持在 40%分位。转债的短期拥挤度出现不同趋势，较上周小幅上涨至 16%分位。

3. 商品：黄金超卖程度较高，定价较为极端

能源品：10 月第 3 周，布油上涨 2.34%至 93.6 美元/桶。原油的交易拥挤度维持在 10%分位的水平，短期性价比显著。美国石油库存（含战略储备）继续创新低，美欧裂解差近几周大幅走高至少证明当前的原油需求还没有出现明显衰退，供求紧平衡仍在延续，原油市场在金融属性单向定价之后，存在反弹机会。

9 月起，欧洲开始加大采购天然气的力度，目前根据欧洲天然气基础设施协会（GIE）的数据，欧洲目前整体天然气的储气率已经达到 93.61%（其中德国高达 97.5%）。欧洲天然气库存接近存储上限，叠加近期欧洲天气温暖，天然气价格开始大幅下跌。我们预计当前天然气过剩的情况将会持续，直到规模较大寒潮来袭。

基本金属：10 月第 3 周，铜价小幅上涨。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回落至 27%分位，投机交易情绪相对平淡。

贵金属：COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下降明显，处在 9%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处在 4%分位的历史低位，超跌幅度较为显著，如果金融属性边际改善，有较大的反弹空间。近期联储官员开始释放偏鸽的信号，旧金山联储主席戴利表示可以开始讨论降低加息幅度。11 月中期选举结束后联储是否重新开始算“经济账”，将是金融属性反转的重要路标。（详见联储货币政策考虑政治而非经济）

4. 汇率：美元流动性内外价差缓慢收敛，强势美元的支撑将减弱

截止 10 月 12 日，美联储连续 5 周缩表了 888 亿美元，缩表速度再创本轮紧缩周期以来的新高，美联储资产负债表规模降至 8.8 万亿。受缩表加速的影响，10 月第 3 周，在岸美元流动性溢价上涨至 33%分位，继续向中性水平靠近，而离岸美元流动性溢价依然维持历史高位（94%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。**

10 月第 3 周，离岸美元兑人民币汇率上行 0.27%至 7.22，人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.2%分位），同时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：市场从过度紧缩交易又转向宽松交易，预计中选是分水岭

CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期为 18 次（每次 25bp）。预计 11 月加息 75bps 的概率为 95%，11 月和 12 月共加息 125/150bps 的概率为 97.4%，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，**加息预期的定价超出联储指引。在这种情况下，一旦联储态度缓和，暗示 12 月减少加息幅度，市场纠偏力量可能较大。**近期，美联储处于静默期，市场预期可能还会在紧缩和宽松之间摇摆。预计到中期选举结束之后，如果抗通胀的政治压力开始缓解，市场定价的天平将更快倒向宽松。（详见联储货币政策考虑政治而非经济）

标普 500 对联储发生转向的可能性反映积极，单周反弹 4.75%，创今年 6 月以来的最

高周涨幅。本周看涨期权的需求大幅上涨，追踪标普 500 指数 ETF 的看涨期权成本涨至 8 年高点，相对于看跌期权的成本降至 2014 年以来的最低水平。

与美股的预期博弈激烈不同，美债单边定价紧缩预期。10 月第 3 周，10Y 名义利率上行 21bp 至 4.21%，10Y 实际利率上行 10bp 至 1.69%。10 年期盈亏平衡通胀预期上行 11bp 至 2.52%。10 年-2 年美债利差继续维持倒挂，10 年-3 个月利差继续下行 7bp 至 0.12%左右。

由于美债利率周中上涨较多，当前美股的风险溢价进一步回落，标普 500 和道琼斯的风险溢价分别处于 1990 年以来的 48%分位和 30%分位，纳斯达克的风险溢价大幅降至 10%分位，估值脆弱性较高。

需要额外关注的是，目前信用风险已经累积到了一定程度，美国信用溢价处于中性偏高水平（60%分位），投机级信用溢价略微回落至中性（51%），投资级信用溢价在中性偏高水平（70%分位）。信用债的风险溢价继续走高，将会加快美元流动性溢价的回升，进一步恶化美国市场的金融条件。

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