

风险定价-内外环境均存在改善可能

证券研究报告

2022年11月04日

11月第1周资产配置报告

10月第4周各类资产表现：

10月第4周，美股指数上涨2%到5%。国内市场出现反向趋势，Wind全A下跌了4.19%，但日均成交额仍上升至8849.73亿元。一级行业中，国防军工，计算机及电子表现靠前；房地产，农林牧渔及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨0.04%，国债指数上涨0.27%。

11月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——新政治周期开启，内外环境均存在改善可能

债券——跨月资金需求推升流动性溢价

商品——原油的基本面较为坚挺，如果金融条件开始转松，大概率油价会反弹

汇率——美元指数可能正在发生连续的强弱转化

海外——10年-3个月利差倒挂，加息拐点的路标出现

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

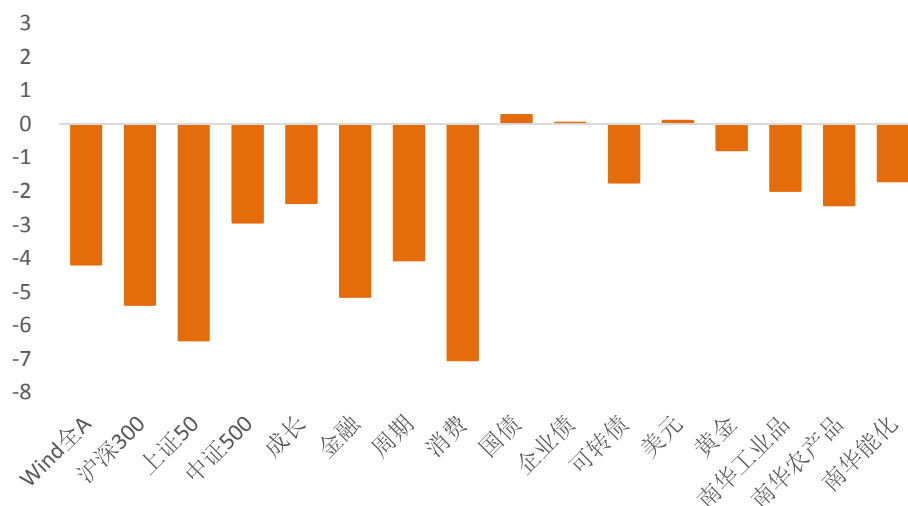
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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-汽车和基建韧性几何？》2022-11-01
- 2 《宏观报告：大盘风格进入超配区间—10月资产配置报告》2022-10-27
- 3 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10月第4周资产配置报告》2022-10-26

图 1：10 月第 4 周各类资产收益率(%)



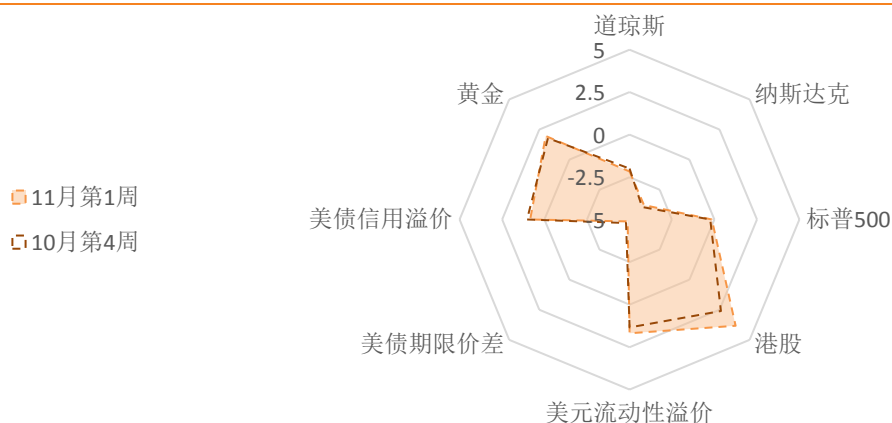
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 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：新政治周期开启，内外环境均存在改善可能

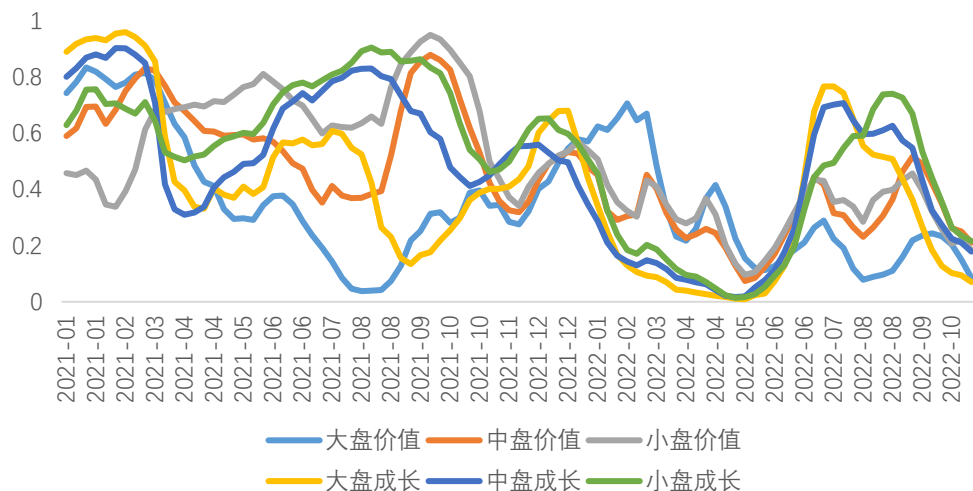
三季度经济数据继续小幅回暖，但国内稳增长压力仍大，二十大后围绕“高质量发展”和产业补短板的政策有加码空间；月底 G20 将在印尼召开，各国首脑将就国际焦点问题进行讨论，重要外交关系存在缓和空间。11 月内外环境均存在改善的可能，同时 A 股的基本面赔率和市场面赔率较高，我们认为当前是配置布局的重要窗口期。

10 月第 4 周，A 股的风险溢价进一步上升，估值水平继续向【极便宜】区间靠拢，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价分位数为 90%、95%和 96%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 96%、97%、96%、83%分位。大盘股的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 1.2 个标准差，市场中期（三个月）性价比很有吸引力（接近 14 年年中，18 年年底与 20 年 4 月）。

10 月第 4 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 9%、7%、21%、18%、18%、22%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。

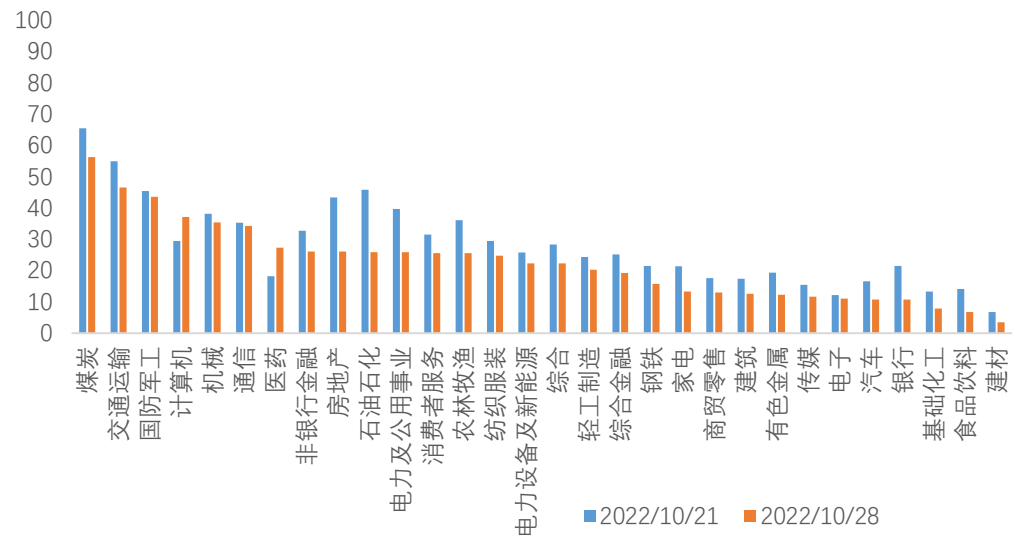
30 个一级行业的平均拥挤度下降至 22%分位，拥挤度最高的煤炭下降至 56%分位；只有计算机和医药行业拥挤度较上周上涨。基础化工、食品饮料、建材的拥挤度最低。资金流向也体现了市场的悲观情绪，仅有国防军工和计算机的主动净买入为正，农林牧渔、电新、汽车、银行和食品饮料主动净卖出较多。

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：跨月资金需求推升流动性溢价

虽然央行加大逆回购的投放，但是跨月资金需求仍然驱动流动性溢价回升至 18%分位，流动性环境目前仍处于【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（85%分位）。期限价差小幅回落至 69%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（9%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（27%分位）。但信用债和转债的短期交易拥挤度较上周小幅，分别为 41%和 18%分位。

3. 商品：原油的基本面较为坚挺，如果金融条件开始转松，大概率油价会反弹

能源品：10月第4周，布油上涨 0.6%至 93.77 美元/桶。原油的交易拥挤度小幅回升至 14%分位，短期性价比仍显著。美国石油库存（含战略储备）持续下跌，馏分油（取暖油和柴油）裂解差继续回升证明当前原油需求没有出现明显回落迹象。在欧洲对俄石油禁运令生效（12月5日）、OPEC 开始大幅减产、释放的战略储备石油收效甚微等共同影响下，油价的基本面仍十分坚挺。除了商品属性坚挺以外，原油在金融条件转松的刺激下也存在反弹机会。

与原油供需紧平衡的基本面相反的是，欧洲天然气过剩的情况仍在持续，我们预计在规模较大寒潮来袭前，天然气供需局面不会有大的变化。

基本金属：10月第4周，铜价小幅下跌。沪铝与沪镍也出现小幅回落。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 30%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持续下降，处在 7%分位的历史低位。现货黄金 ETF 持仓量小幅下降，黄金的短期交易拥挤度处在 5%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，将有较大的反弹空间。

4. 汇率：美元指数可能正在发生连续的强弱转化

受缩表加速的影响，10月第4周，在岸美元流动性溢价上涨至 41%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（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，从 9月中旬开始，两者百分位数差异从

80 持续收敛至 50，对强势美元的支撑减弱。

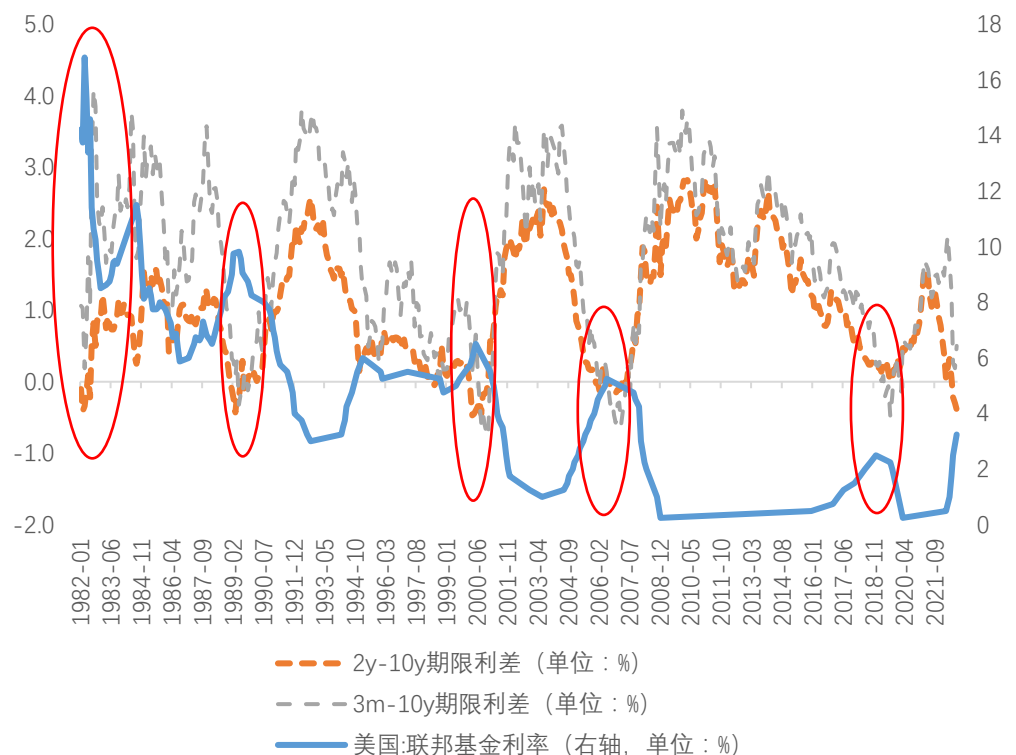
10 月第 4 周，离岸美元兑人民币汇率下行 0.15% 至 7.25，人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.4% 分位），同时本轮贬值从空间和时间上看逐渐充分，但升值的拐点仍需等待。（详见《贬值的终点》）

5. 海外：10 年-3 个月利差倒挂，加息拐点的路标出现

CME 美联储观察显示，期货隐含的全年加息次数预期为 17 次（每次 25bp）。预计 11 月加息 75bp 的概率下降至 82%，11 月和 12 月共加息 125/150bp 的概率下降至 92%（12 月加 50/75bp 的概率分别为 48.2% 和 43.4%），加息预期相较上周有所下降，但是目前的 FFR 期货隐含的加息预期仍超过 9 月 FOMC 给出的利率指引。11 月 FOMC 前的 9 月通胀数据仍超预期，大概率加息 75bp。但中期选举结束之后（11 月 10 日），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》）

市场开始对之前过于悲观的紧缩预期纠偏。美股持续反弹，标普 500、道琼斯及纳斯达克分别上涨 3.95%、5.72% 及 2.24%。同时，10 月第 4 周，10Y 名义利率单周下行 19bp 至 4.02%，10Y 实际利率上行 18bp 至 1.51%，10 年期盈亏平衡通胀预期下行 1bp 至 2.51%，10 年-2 年美债利差维持倒挂。重要指标 10 年-3 个月利差下行 28bp，呈现倒挂状态（-0.16）。需要注意的是，从历史上来看 10 年-3 个月利差都是联储停止加息的重要路标。（见图 6）

图 6：10 年-3 个月利差都是联储停止加息的重要路标



资料来源：Wind，天风证券研究所

美债利率高位回落后，美股的风险溢价略微上升，标普 500 的风险溢价处于 1990 年以来的 48% 分位，纳斯达克的风险溢价略微上涨至 12% 分位，道琼斯的风险溢价略微下降至 28% 分位。

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（58% 分位），投机级信用溢价略微回落至中性（48%），投资级信用溢价在中性偏高水平（69% 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