

风险定价-交易拥挤度低位回升

证券研究报告

2022年11月10日

11月第2周资产配置报告

11月第1周各类资产表现：

11月第1周，美股指数先上后下。国内市场则在一周内持续反弹，Wind全A上涨了6.75%，日均成交额上升至9766.12亿元。30个一级行业全部实现上涨，消费者服务，汽车及食品饮料表现靠前；银行，煤炭及房地产等表现靠后。信用债指数下跌0.03%，国债指数下跌0.06%。

11月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——交易拥挤度开始低位回升

债券——央行大幅回笼资金，但月初流动性环境仍然有所改善

商品——油价的下方支撑进一步加强

汇率——鲍威尔暗示加息更久更高，在岸流动性进一步趋紧

海外——联储鹰派表态推高远端加息预期

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

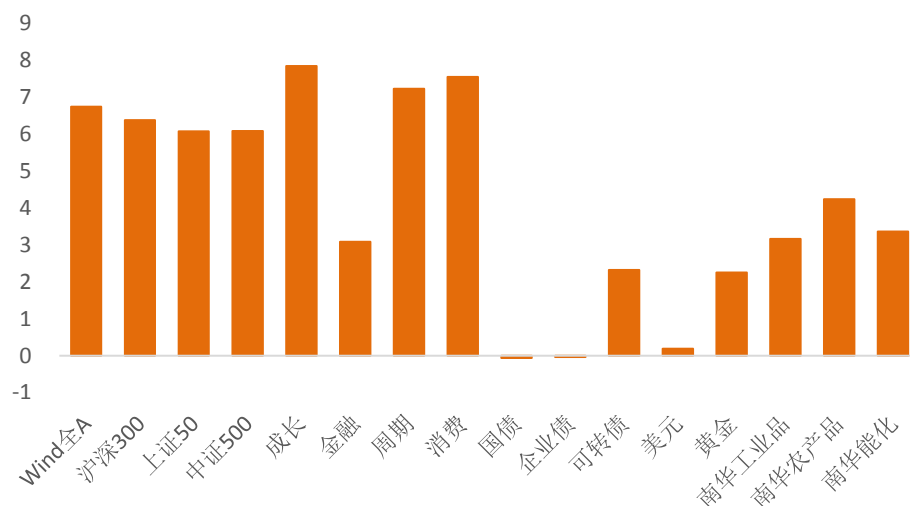
相关报告

1 《宏观报告：四季度的主要交易逻辑》2022-11-04

2 《宏观报告：四问四答：托经济会从哪方面入手？》2022-11-04

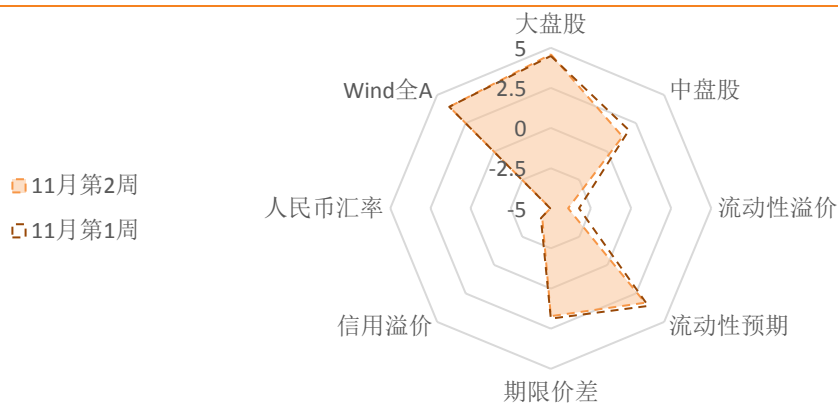
3 《宏观报告：风险定价-内外环境均存在改善可能-11月第1周资产配置报告》2022-11-04

图 1：11 月第 1 周各类资产收益率(%)



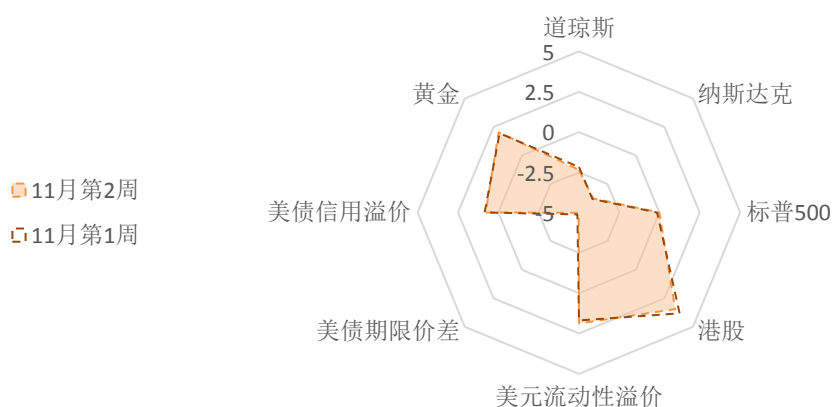
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 月第 2 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 2 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。

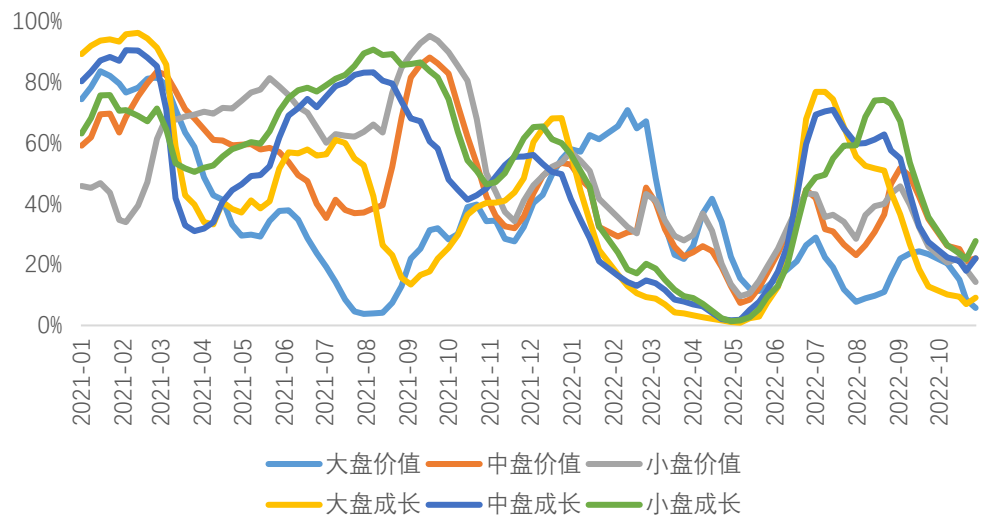
1. 权益：交易拥挤度开始低位回升

11 月第 1 周，A 股的风险溢价整体维持在【极便宜】区间内，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价分位数为 89%、96%和 97%分位，中证 500 小幅下降至 63%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分位数为 97%、96%、95%、84%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 的风险溢价处在中位数以上 1.2 个标准差水平，中期（三个月）性价比具有吸引力（接近 2014 年年中、2018 年年底、2020 年 4 月水平）。

11 月第 1 周，价值股的拥挤度继续降低，成长股的拥挤度开始从绝对低位回升。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 6%、9%、22%、22%、14%、28%历史分位。当前市场的交易情绪与 4 月中旬的水平持平，需要关注成长交易拥挤度反弹的持续性。

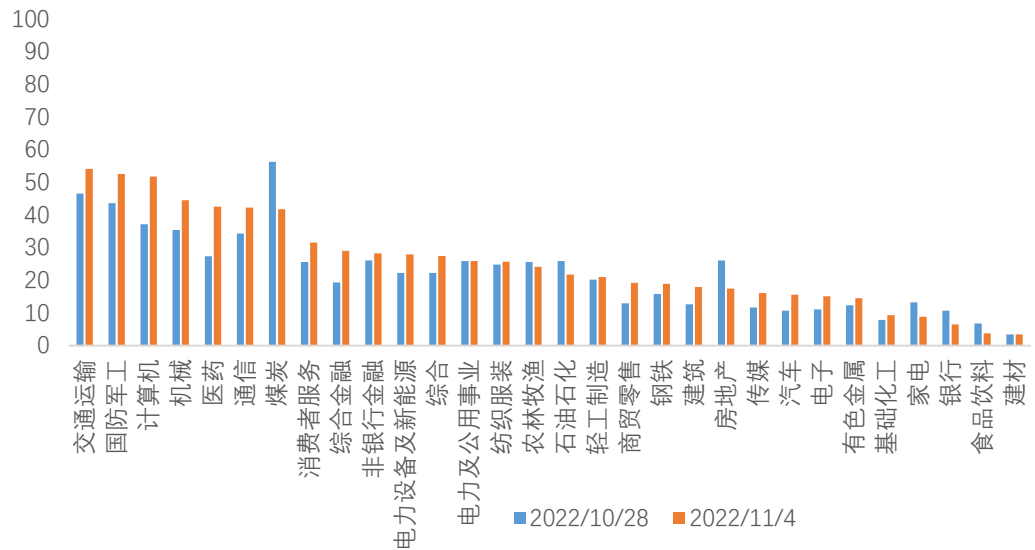
11 月第 1 周，30 个一级行业的平均拥挤度回升至 25%分位，拥挤度最高的交通运输上升至 54%分位，计算机和医药行业拥挤度较上周涨超 10%，银行、食品饮料、建材的拥挤度最低。资金流向转守为攻，30 个一级行业中仅通信、建筑和银行是净卖出，电新、有色、食品饮料、汽车和医药等新旧核心资产的净买入较多。

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：央行大幅回笼资金，但月初流动性环境仍然有所改善

税期叠加跨月需求过峰后，即使 11 月第 1 周央行逆回购到期净回笼 7370 亿元，**流动性溢价仍回落至 11%分位，流动性环境目前处于【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（83%分位）。期限价差小幅回落至 67%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（8%分位）。

利率债的短期交易拥挤度出现反弹，升入中性偏低位置（37%分位）。信用债和转债的短期交易拥挤度也小幅上涨，分别为 42%和 22%分位。

3. 商品：油价的下方支撑进一步加强

能源品：11 月第 1 周，布油上涨 4.87%至 98.75 美元/桶。原油的交易拥挤度快速回升至 27%分位，情绪明显改善。美国石油库存（含战略储备）持续下跌，库存紧张的局面并没有缓解。当前油价下方支撑较强，除 12 月 5 日欧洲对俄制裁生效和 OPEC 大幅减产以外，11 月 2 日美国也宣布了回购 2 亿桶原油补充库存的计划。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。欧洲天然气过剩的情况仍在持续，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：11 月第 1 周，铜价大幅上涨 7.72%。沪铝与沪镍也随之上涨。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上升至 37%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 6%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也开始从 5%分位低位回升至 16%，但超跌幅度仍较为显著，如果金融属性边际改善，将有更大的反弹空间。

4. 汇率：鲍威尔暗示加息更久更高，在岸流动性进一步趋紧

11 月 FOMC 如期加息 75bp，会后鲍威尔暗示最快 12 月开始放慢加息的步伐，但是加息可能更久更高，终点利率可能高于 9 月美联储点阵图预期的 4.6%。鲍威尔释放偏鹰信号后，在岸美元流动性溢价小幅回升至 44%分位，继续向中性水平靠近，离岸美元流动性溢价依然维持历史高位（94%分位）。**美国和非美经济体的金融条件差异连续第 5 周收敛，美元指数由强转弱。**

11 月第 1 周，离岸美元兑人民币汇率下行 1.44%至 7.19，人民币性价比仍处在历史绝

对低位（0.1%分位），本轮贬值从空间和时间上看已经充分，但升值的拐点仍需等待。（详见《贬值的终点》）

5. 海外：联储鹰派表态推高远端加息预期

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）。继 11 月继续加息 75bp 之后，12 月加息 50bp 的概率为 52%，加息 75bp 的概率为 48%；隐含的加息预期显示加息的终点将为 500-525bps，加息延续到明年六月。市场对 12 月加息预期相较上周有所下降，但受鲍威尔暗示加息路径将可能会更高更久的鹰派言论刺激，远端的加息预期开始上升。

10 月非农数据仍然保持强势，非农就业人数超预期但失业率也小幅超出预期。时薪环比增 0.4%，高于前值 0.3%和市场预期 0.3%。看似坚挺的劳动力市场给了联储拉长加息战线的底气。但需要注意的是，中期选举将在 11 月 9 日结束，联储面临的政治压力是否在中选后缓解将进入重要观察期，这将会直接影响市场对后续全球流动性的判断。（详见《联储货币政策考虑政治而非经济》）

11 月 FOMC 降低了市场对于加息进入尾声的乐观期待，11 月第 1 周，标普 500、道琼斯及纳斯达克分别下跌 1.40%、5.65%及 3.35%。10Y 名义利率单周上行 15bp 回升至 4.17%，10Y 实际利率上行 18bp 至 1.69%，10 年期盈亏平衡通胀预期下行 3bp 至 2.48%，10 年-2 年美债利差倒挂加剧，创下 80 年代以来的新低。另一个重要指标 10 年-3 个月利差上行 12bp，但是仍呈现倒挂状态（-4bps）。历史上的五次 3 个月与 10 年期美债利差倒挂，都伴随了加息周期的结束。

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 50%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 27%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升至中性（50%），投资级信用溢价在中性偏高水平（66%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	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