

风险定价-内滞外胀的逻辑开始反转

证券研究报告

2022年11月14日

11月第3周资产配置报告

11月第2周各类资产表现：

11月第2周，美股指数强势反弹。Wind全A上涨了0.20%，日均成交额下降至9380.03亿元。30个一级行业中9个行业未能实现上涨，房地产，传媒及建材表现靠前；电力新能源，国防军工及电子等表现靠后。信用债指数下跌0.18%，国债指数下跌0.22%。

11月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内滞外胀的逻辑开始反转

债券——跨月之后流动性溢价有所抬升

商品——金融属性率先反弹

汇率——内外合力拉动人民币币值反弹

海外——通胀和中选驱动市场重回衰退主线

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

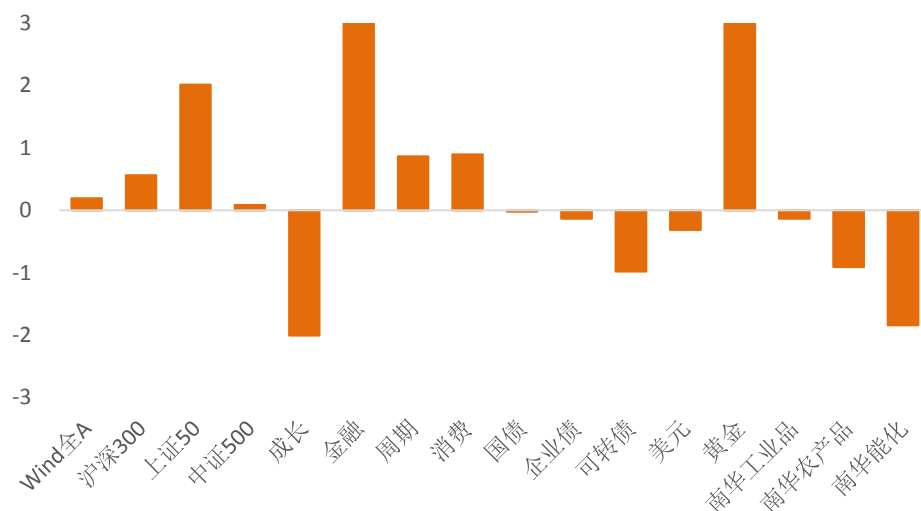
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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-10月是7月的重演吗？》2022-11-12
- 2 《宏观报告：宏观-谁是劳动力下降的元凶》2022-11-10
- 3 《宏观报告：风险定价-交易拥挤度低位回升-11月第2周资产配置报告》2022-11-10

图 1: 11 月第 2 周各类资产收益率(%)



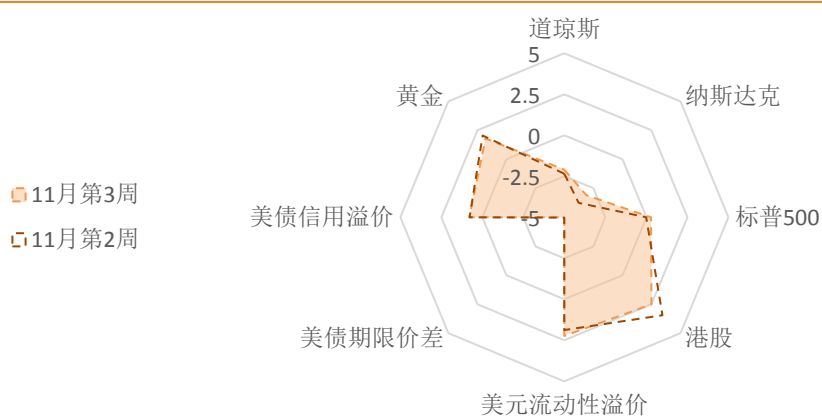
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 11 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: 11 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：内滞外胀的逻辑开始反转

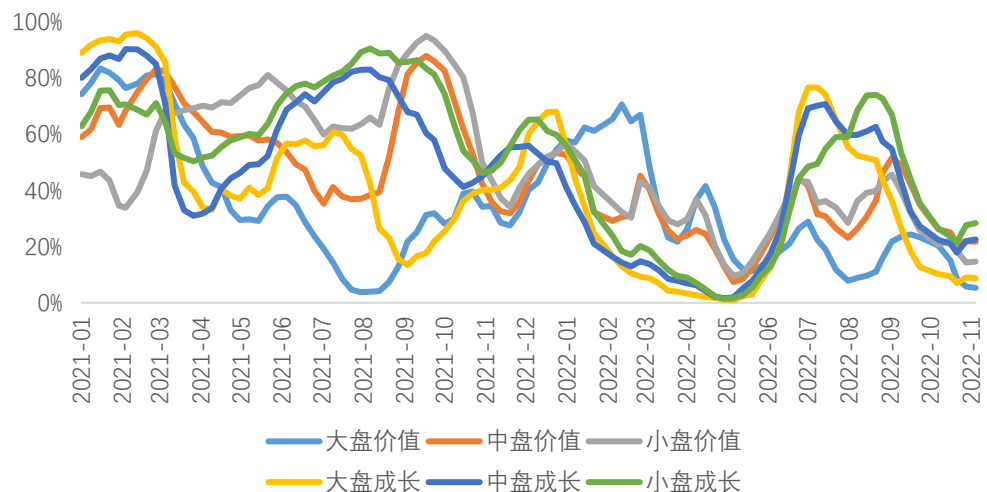
11月11日出台的优化疫情防控“二十条”，我们认为，国内风险资产的盈利预期和风险偏好今年以来受疫情双重约束的定价逻辑开始出现明确反转的信号。11月10日公布的美国10月CPI和核心CPI均低于预期，中选之后联储是否借助通胀压力下降和经济就业压力上升的台阶，顺势放缓货币紧缩节奏和幅度，是近期海外资产定价逻辑是否发生转变的关键验证点。数据公布之后，一些联储官员开始表态支持放缓加息步伐，如费城（今年票委）、堪萨斯城（今年票委）、达拉斯（明年票委）和旧金山（2024年票委）等地的联储主席。

11月第2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的风险溢价为88%、96%和97%分位，中证500小幅下降至57%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为97%、95%、93%、85%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1.3个标准差水平，中期（三个月）性价比接近2014年年中、2018年年底、2020年4月水平，具有很大吸引力。

11月第2周，所有风格指数的交易拥挤度都基本与上期持平。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5%、9%、22%、23%、15%、28%历史分位。

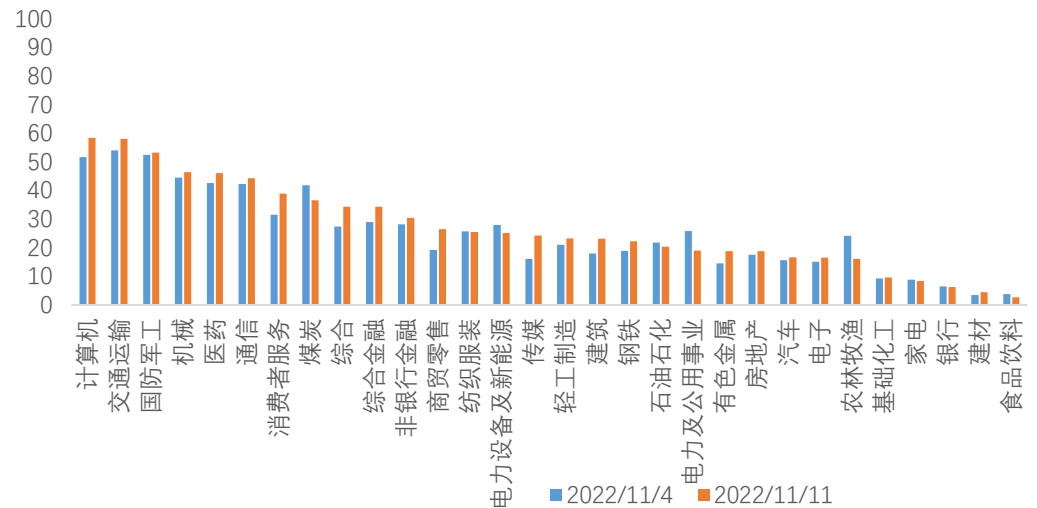
11月第2周，30个一级行业的平均拥挤度回升至27%分位，当前拥挤度最高的为计算机、交通运输、国防军工，分别为58%、58%、53%分位。银行、建材、食品饮料的拥挤度依旧最低。市场情绪逐渐修复，同时受11月8日交易商协会推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）的消息刺激，资金开始高低切换，前期超跌严重的板块受市场青睐，房地产、非银金融、银行主动净买入额排名靠前，汽车、电子、电新排名靠后。

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：流动性溢价开始脱离极度宽松的水平

10 月金融数据喜忧参半，好消息是积极的财政政策依然是宽信用的有力抓手，坏消息是市场主体的融资需求与 7 月类似，受疫情扰动表现较差。二十条的颁布对未来市场主体预期改善有重要的正面影响，对利率债的做多逻辑和流动性的宽松预期也有重要的反面影响。

11 月第 2 周，央行逆回购到期净回笼 800 亿元，跨月之后流动性改善并不明显，流动性溢价回升至 14%分位，整体目前仍处于【宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期略有上升，维持高位（86%分位）。期限价差回落至 58%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（6%分位）。

利率债的短期交易拥挤度目前处在中性位置（46%分位），市场情绪相对中性。可转债的短期交易拥挤度小幅上涨至 28%分位。相比之下，信用债的短期交易拥挤度小幅回落至 39%分位。

3. 商品：金融属性率先反弹

能源品：11 月第 2 周，布油下跌 3.03%至 95.76 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。美国通胀数据超预期回落，国内进一步优化疫情防控，市场风险偏好修复较快，原油的交易拥挤度从 10 月中旬 10%分位的极低位置回升至 17%分位，目前还是相对超卖。

基本金属：11 月第 2 周，铜价延续了上周大幅上涨趋势，本周持续上涨 6.07%。沪铝（4.23%）与沪镍（8.41%）也随之上涨。当前铜金比处在历史中性水平附近，定价了中性的衰退预期。但是铜油比处于历史相对低位，定价了较高的紧缩预期，铜的金融属性被低估。因此在这一轮宽松交易开启后，铜价上涨的幅度超过了金价。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在 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维持在 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快速从极低位置回升（目前 15%分位），但超跌幅度仍较为显著，随着金融条件的改善，金价上方的空间逐渐打开。

4. 汇率：内外合力拉动人民币币值反弹

在岸美元流动性溢价小幅回升至 49%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（96%分位）。美国和非美经济体的金融条件差异连续第 6 周收敛，

美元指数由强转弱。

10 月美国通胀超预期回落，海外风险资产的定价逻辑再次从过度紧缩回到了衰退宽松。国内防疫优化二十条出台，内外合力拉动人民币汇率反弹。11 月第 2 周，离岸人民币汇率升值 2.03%至 7.09，但人民币汇率的做多性价比仍处在历史绝对低位（1%分位），本轮贬值从空间和时间上看已经充分，升值的拐点可能已经不远。（详见《贬值的终点》）

5. 海外：通胀数据和中选结果驱动市场重回衰退主线

11 月第 2 周，美国 10 月 CPI 同比 7.7%（前值 8.2%），低于预期 7.9%；季调环比 0.4%（前值 0.4%），低于预期 0.6%。核心 CPI 同比 6.3%（前值 6.6%），低于预期 6.5%；季调环比 0.3%（前值 0.6%），低于预期 0.5%。通胀数据公布后，市场对 12 月加息预期较上周有所下降，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。

同时美国中期选举基本结束，民主党仍控制参议院，共和党大概率将拿回众议院。我们认为，中选结果对市场有两个影响：一是未来民主党财政刺激法案通过国会的难度上升，加深了市场对于美国明年经济衰退的预期，也加大了货币过度紧缩的政治代价。二是中选结束意味着联储通过加息压制通胀的政治压力缓和，货币政策的目标函数可能存在再平衡衰退压力和通胀压力的内生需要。因此美国通胀压力放缓和中选结束之后，海外风险资产的定价逻辑再次回到了衰退交易。

11 月第 2 周，标普 500、道琼斯及纳斯达克分别上涨 4.15%、8.10%及 5.90%。10Y 名义利率单周下行 35bp 回落至 3.82%，10Y 实际利率下跌 26bp 至 1.43%，10 年期盈亏平衡通胀预期下行 9bp 至 2.39%，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 个月利差下行 42bp，倒挂幅度达到了 46bp。历史上五次 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，美股的风险溢价略有回升，标普 500 的风险溢价处于 1990 年以来的 53%分位，纳斯达克的风险溢价略微上涨至 19%分位，道琼斯的风险溢价上涨至 29%分位。需要关注的是，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），投机级信用溢价回升至中性上方（53%），投资级信用溢价在中性偏高水平（63%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