

# 风险定价-市场短期主线还是复苏交易

证券研究报告

2022年11月23日

## 11月第4周资产配置报告

11月第3周各类资产表现：

11月第3周，美股指数窄幅波动。Wind全A上涨了0.54%，量能有所回升：日均成交额上升至9925.49亿元。30个一级行业中，16个行业实现上涨，医药，计算机及电子表现靠前；电力新能源，汽车，有色金属及煤炭等表现靠后。信用债指数下跌0.78%，国债指数下跌0.62%。

11月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场短期主线还是复苏交易

债券——复苏交易叠加交易去杠杆导致的快速调整

商品——油价下方支撑强，料难快速下跌

汇率——北向资金单周净流入创年内次高

海外——市场又按下了衰退交易的暂停键

**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

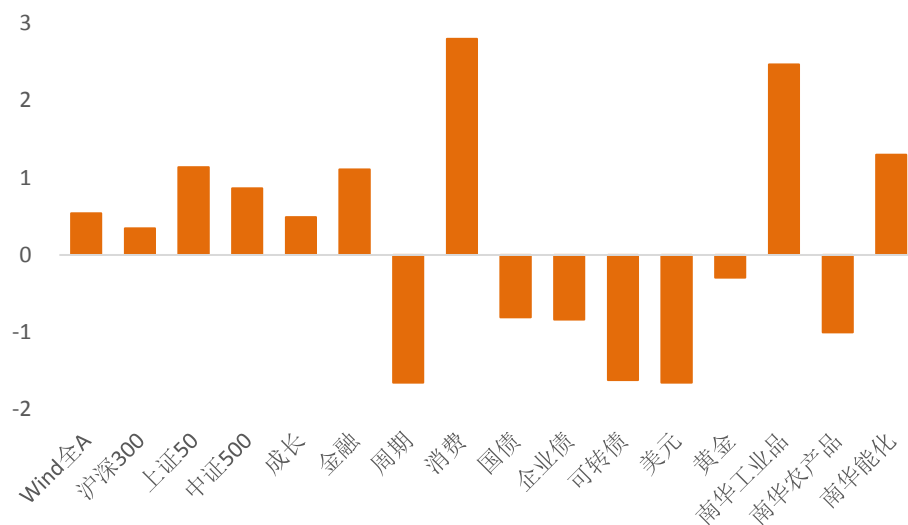
相关报告

1 《宏观报告：地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》  
2022-11-21

2 《宏观报告：风险定价-内滞外胀的逻辑开始反转-11月第3周资产配置报告》  
2022-11-14

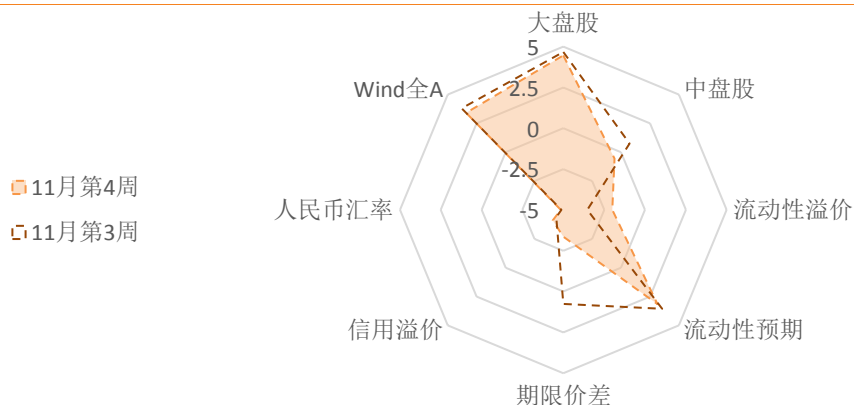
3 《宏观报告：宏观-10月是7月的重演吗？》  
2022-11-12

图 1：11 月第 3 周各类资产收益率(%)



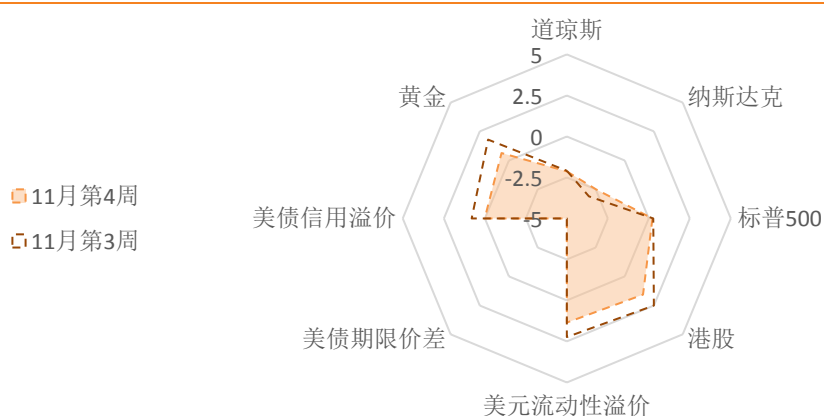
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 月第 4 周海外各类资产/策略的风险溢价



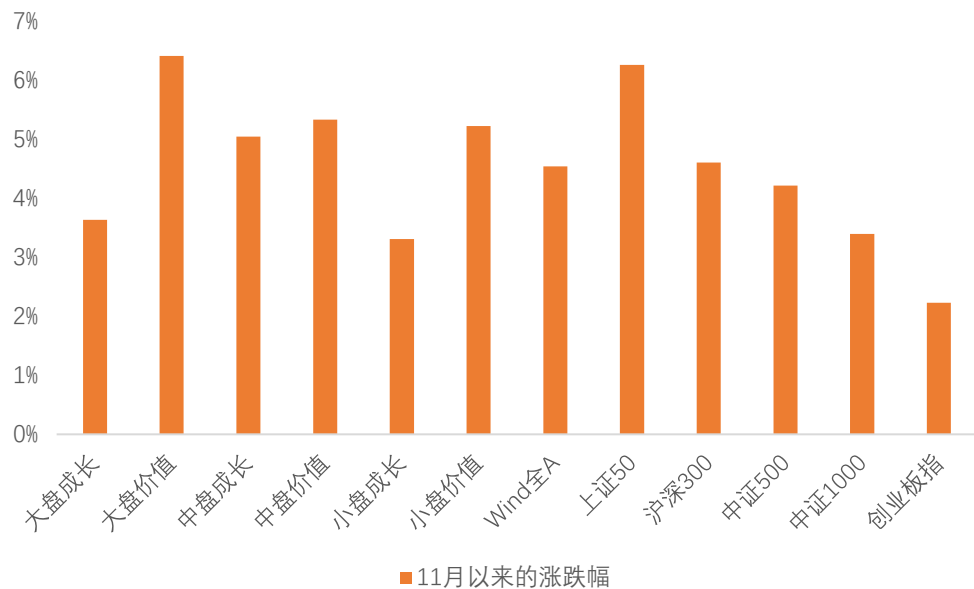
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：市场短期主线还是复苏交易

随着“二十条”和央行支持民营房企融资政策（“16条”）的颁布，市场对疫情优化和地产企稳的预期兑现，情绪逐渐乐观。11月1日-18日，Wind全A上涨4.54%，风格上，大盘价值反弹最多。需要注意的是，**疫情防控政策优化与地产放松带来的是经济复苏预期**，未来经济基本面的修复兑现后，**流动性也将逐步退出极度宽松的状态向中性偏松靠拢**。

图4：11月以来的反弹中，大盘比小盘反弹更多，价值比成长反弹更多



资料来源：Wind，天风证券研究所

11月1日-18日，10年期国债利率上行近20bp，1年期国债利率上行超40bp。2002年至今，中债国债指数与Wind全A收益率的平均相关性为-17%（详见图5），但是并不稳定。随着主要定价矛盾的变化，股债相关性也会发生变化，当主要矛盾是“经济与通胀”时，股债整体呈现负相关；当主要矛盾是流动性时，股债整体呈现正相关；当主要矛盾是风险偏好时，股债呈现负相关。

经济复苏仍是当前市场的短期交易主线，我们预计股债的负相关性还会延续。与经济增速更相关的价值风格（如沪深300和中证红利）与利率债的负相关性更加显著，成长风格（创业板指）与利率债的相关性较弱。

图 5：与经济增速更加相关价值风格（如沪深 300 和中证红利）和债券的负相关更加显著，而成长风格（创业板指）与债券走势相关性较弱。

	中债国债全财富指数	中债企业债全财富指数	沪深 300	wind 全 A	创业板指	中证红利
中债国债全财富指数	100%	81%	-19%	-17%	-4%	-22%
中债企业债全财富指数	81%	100%	-23%	-18%	0%	-20%
沪深 300	-19%	-23%	100%	95%	67%	94%
wind 全 A	-17%	-18%	95%	100%	81%	93%
创业板指	-4%	0%	67%	81%	100%	58%
中证红利	-22%	-20%	94%	93%	58%	100%

资料来源：Wind，天风证券研究所

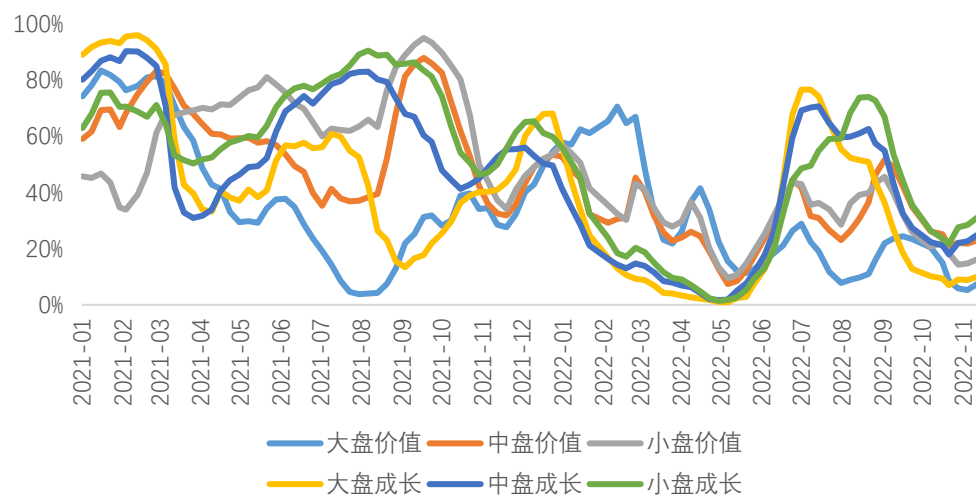
11 月第 3 周，A 股的风险溢价整体维持在【极便宜】区间内。随着债券利率调整，权益风险溢价分位较上周小幅下降。其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价为 84%、95%和 95%分位，中证 500 下降至 44%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 94%、90%、85%、83%分位。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 1.2 个标准差水平，中期（三个月）性价比接近 2014 年年中、2018 年年底、2020 年 4 月水平，中期配置吸引力仍大。

11 月第 3 周，交易拥挤度较上周小幅上升。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 7%、10%、23%、25%、16%、31%历史分位。本轮情绪改善的过程中（10 月底至今），中盘成长与小盘成长的交易拥挤度改善幅度较高，分别反弹了 7%与 9%，大盘成长拥挤度反弹了 3%，价值指数的交易拥挤度改善并不明显。

11 月第 3 周，30 个一级行业的平均拥挤度回升至 30%分位，30 个行业中有 23 个行业回升，市场情绪继续稳中向好。当前拥挤度最高的为计算机、交通运输、医药，分别为 65%、55%、55%分位。银行、建材、食品饮料的拥挤度依旧最低。市场情绪继续回暖，疫情防控与信创主题相对更受市场青睐，医药、电子、计算机主动净买入额排名靠前，有色金属、电新、房地产排名靠后。

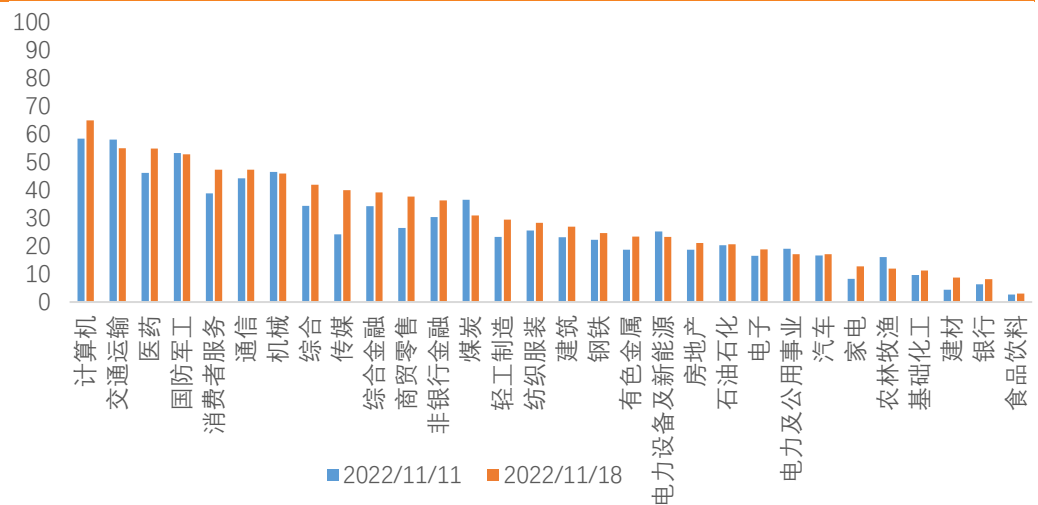
11 月第 3 周，周度北向资金净流入创年内次高（322.83 亿人民币，仅少于 6 月第 2 周的 368.30 亿），流入速度相较前周明显上升，北向资金情绪好转显著。

图 6：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 7：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 债券：复苏交易叠加交易去杠杆导致快速调整

在上一期风险定价系列《内滞外胀的逻辑开始反转》中，我们提示“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3周，债券市场开始了剧烈调整，资金价格大幅上行，一年期银行存单利率上行22bp，10年期国债收益率上行近10bp，信用溢价回升。短期的调整的原因既有防疫政策调整和地产供给端政策加码之后对经济基本面的回暖预期，也存在之前杠杆水平较高，看多交易瓦解带来的市场面因素。

今年4月开始银行间质押式回购成交量不断上升，并在9月创下历史新高，之后一直在高位震荡。随着本轮债市调整，回购的成交量快速回落至今年4月的水平。同时，银行间同业拆借的成交量也有明显下降，未来定价回归基本面，利率有望逐渐企稳。

11月第3周，央行逆回购到期净投放2180亿元，**流动性溢价回升至30%分位，整体目前仍处于【较宽松】水平，但较前期收紧明显。**市场对未来流动性收紧的预期略有下降，但仍维持高位（82%分位）。期限价差大幅回落至16%分位，久期策略性价比来到低位。信用溢价较上周小幅反弹至9%分位。

利率债的短期交易拥挤度回落至中性偏低位置（35%分位），市场情绪相对消极。可转债的短期交易拥挤度小幅上涨至30%分位。信用债的短期交易拥挤度回落至26%分位。

## 3. 商品：油价下方支撑强，料难快速下跌

**能源品：**11月第3周，布油下跌8.38%至87.74美元/桶，为近两月最低价格。原油的交易拥挤度回落至17%分位。欧洲原油交易商表示目前中东、美国和拉丁美洲的原油足以取代俄罗斯原油，欧洲继天然气供给过剩之后开始出现原油的供给过剩。从基本面上来看，OPEC减产、美国重新收储叠加对俄油的制裁落地给目前的油价还是提供了相对有力的支撑，预计油价很难快速下跌。今年秋季欧洲气温偏高缓解市场对能源供需不足的悲观预期，但未来如果出现寒流冲击，预期可能再次出现反复。

**基本金属：**11月第3周，铜价继前两周上涨后开始回调，本周下跌5.38%。相比之下，沪铝上涨1.90%，沪镍下跌1.97%。从铜金比来看铜对衰退预期的定价相对中性。但铜油比仍处在较低位置，目前铜价对紧缩预期定价更为充分，铜的金融属性被低估。COMEX铜的非商业持仓拥挤度上升至53%分位，投机交易情绪相对中性偏高。

**贵金属：**COMEX黄金的非商业持仓拥挤度下降至25%分位（上周7%分位）。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低位回升（目前 26%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：北向资金单周净流入创年内次高

在岸美元流动性溢价回落至 33%分位，离岸美元流动性溢价依然维持历史高位（94%分位），过去 6 周美国和非美经济体的金融条件差异连续收敛，我们认为，本轮美元指数顶部已经基本确认。

11 月第 3 周，离岸人民币汇率贬值 1.11%至 7.12，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》）。

11 月第 3 周，北向资金流入高达 322.83 亿人民币，创年内次高（仅少于 6 月第 2 周的 368.30 亿），流入速度相较前周明显上升，金融市场上的资金流向开始对人民币币值形成支撑。

#### 5. 海外：市场又按下了衰退交易的暂停键

11 月第 2 周，美国 10 月通胀低于预期和中期选举结果降低拜登未来财政计划通过概率，两者合力驱动市场定价逻辑快速转向衰退宽松。但 11 月第 3 周，数名联储官员连续释放“释放加息还未接近尾声、终端利率可能升得更高”的鹰派信号，股债的衰退交易又按下暂停键。

CME 美联储观察显示市场相信了联储官员，虽然对 12 月 FOMC 加息 50bp 的预期变化不大，但对明年加息终点的预期有明显上升——市场预期 FFR 顶部将出现在明年 6 月，预期 FFR 峰值从上周的 4.873%上升至本周的 5.073%。

11 月第 3 周，标普 500、道琼斯及纳斯达克分别下降 0.69%、0.01%及 1.57%。10Y 名义利率维持 3.82%，10Y 实际利率上行 14bp 至 1.57%，10 年期盈亏平衡通胀预期下行 14bp 至 2.25%。10 年-2 年美债利差倒挂加剧，创 80 年代以来的新低，另一个重要指标 10 年-3 个月利差持续下行 6bp，倒挂幅度达 52bp。

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 52%分位，纳斯达克的风险溢价略微上涨至 25%分位，道琼斯的风险溢价维持在 29%分位。11 月第三周，美国信用溢价下降至中性水平（50%分位），投机级信用溢价回落至中性下方（48%），投资级信用溢价在中性偏高水平（52%分位）。如果未来信用债的风险溢价再次走高，带来的流动性冲击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