

风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

证券研究报告

2022年12月09日

12月第2周资产配置报告

12月第1周各类资产表现：

12月第1周，美股指数小幅上涨。Wind全A上涨2.44%，日均成交额上涨至9165.51亿元。30个一级行业中29个行业实现上涨，消费者服务、食品饮料和商贸零售表现靠前；钢铁、电力及公用事业和煤炭等表现靠后。中证企业债指数下跌0.23%，中证国债指数下跌0.26%。

12月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

债券——流动性环境与极度宽松区间渐行渐远

商品——商品金融属性反弹

汇率——人民币开启升值周期

海外——美债市场对紧缩交易相对钝化，中选后应更多关注联储对加息节奏的直接表态

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

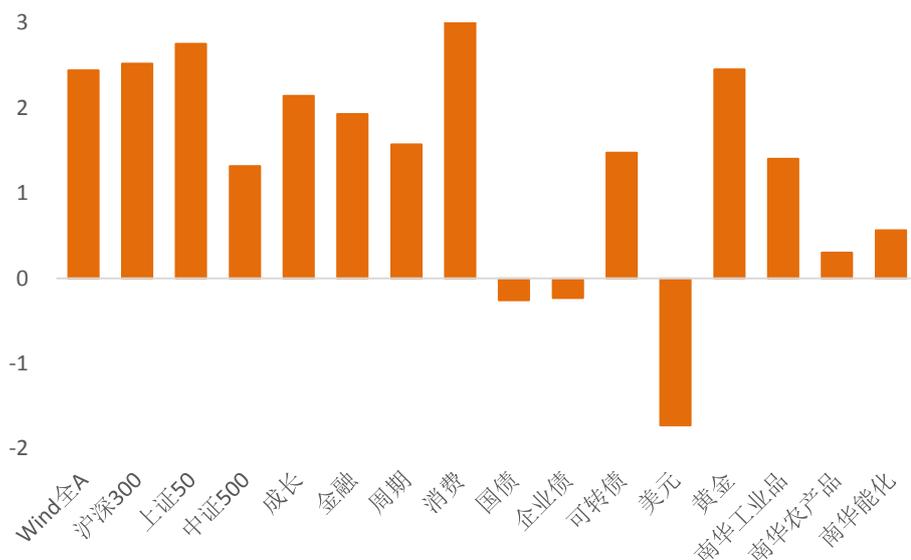
相关报告

1 《宏观报告：向内生动能要增长-12月政治局会议解读》2022-12-08

2 《宏观报告：大盘价值仍处在超配区间—22年11月-23年1月资产配置报告》2022-12-02

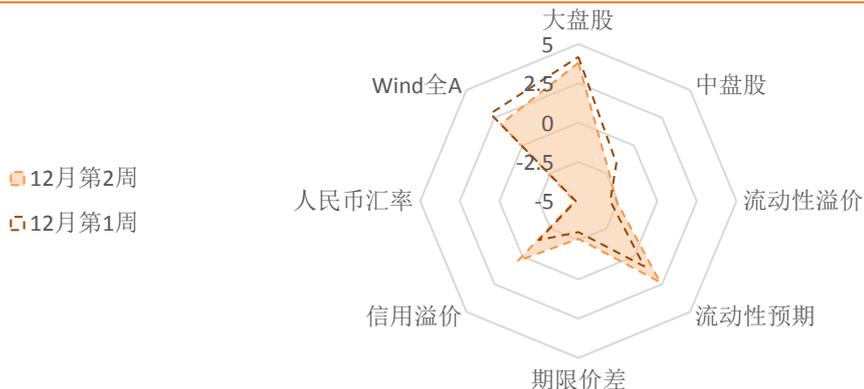
3 《宏观报告：宏观-消费的黎明之前》2022-11-25

图 1：12 月第 1 周各类资产收益率(%)



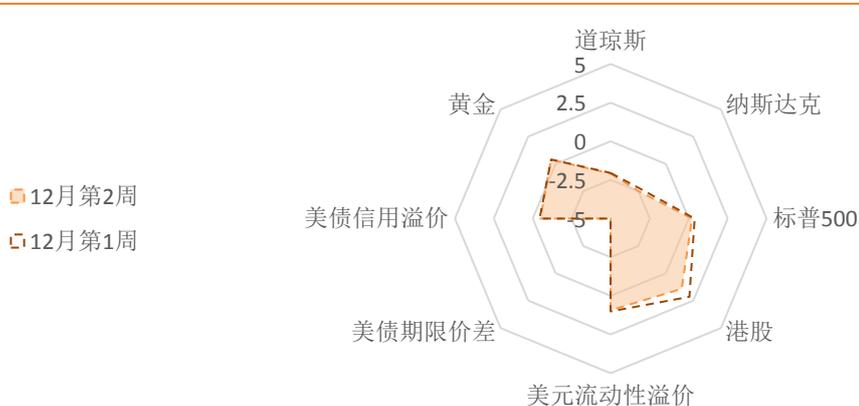
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

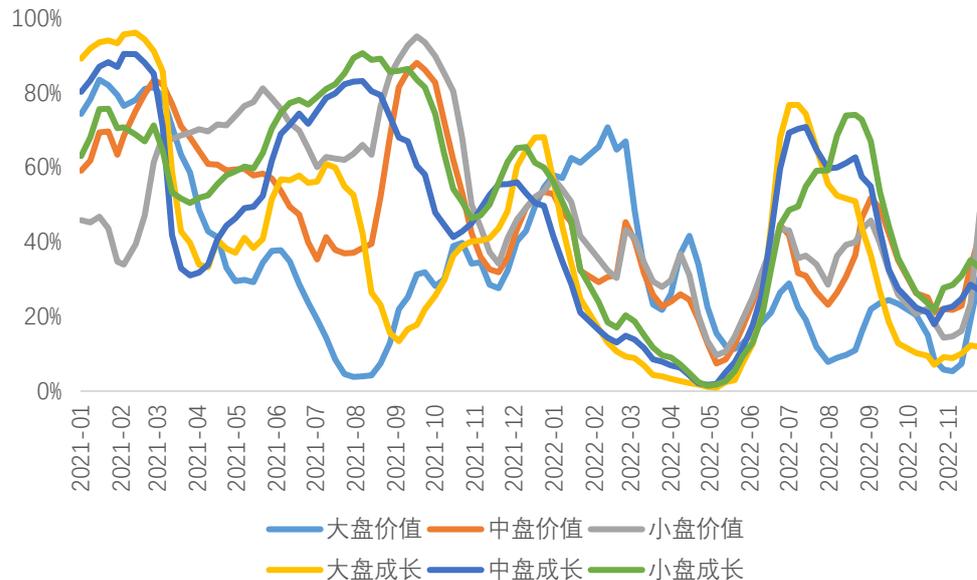
当前的强预期和弱现实，与去年底和今年中类似。现实方面，11月PMI继续在荣枯线以下，其中新订单指数滑落较快，高频数据的工业生产和出口也均出现下滑。预期方面，防控优化和地产供给端政策支持进一步出台，市场对明年经济经历短期震荡之后的复苏预期更加强烈。如我们在11月23日发布的报告《风险定价-市场短期主线还是复苏交易》中所言，“国内市场的短期主线还是复苏交易”。

12月第1周，A股的风险溢价整体持续回落，已从【极便宜】跌入【较便宜】区间。其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价分别下降至69%、88%、85%，中证500的风险溢价已降至中性下方。Wind全A的风险溢价处在中位数以上0.66个标准差水平，性价比持续向中性回归。金融、周期、成长、消费的风险溢价分别为86%、77%、73%、69%分位。

12月第1周，价值股的交易拥挤度均大幅上涨，中小盘成长股的交易拥挤度小幅下降。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31%、12%、42%、27%、48%、33%历史分位。

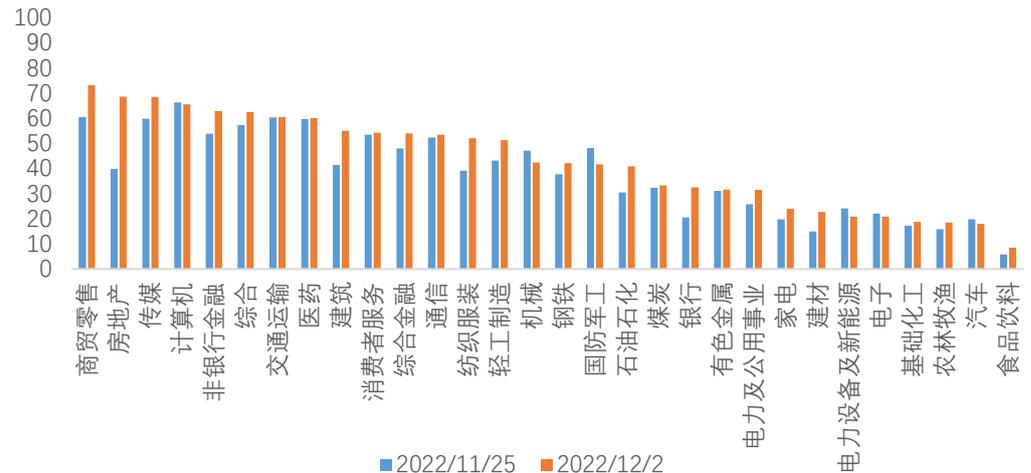
12月第1周，30个一级行业的平均拥挤度上升至43%分位。当前拥挤度最高的为商贸零售、房地产和传媒，拥挤度最低为农林渔牧、汽车、食品饮料，复苏交易的主线延续，食品饮料、非银金融的净主动买入排名靠前，但地产排名靠后。

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：流动性环境与极度宽松区间渐行渐远

12 月第 1 周，央行逆回购到期净投放 2940 亿元，流动性溢价回升至 24%分位，整体目前仍处于【宽松】水平，尽管疫情单日新增感染人数已经超过 4-5 月高峰，但资金面恐难回到 4 月-8 月极度宽松的水平。市场对未来流动性收紧的预期回升至中性偏上方（73%分位），期限价差小幅上涨至 24%分位，信用溢价大幅反弹至 54%分位。

利率债与信用债的短期交易拥挤度持续下行，处于历史低位（11%分位与 9%分位），债券市场的情绪相对消极。可转债的短期交易拥挤度依旧稳定小幅上涨，处于 36%分位。

3. 商品：商品金融属性反弹

能源品：12 月第 1 周，布油上涨 1.88%至 85.42 美元/桶，终止持续三周的下跌，原油的交易拥挤度回落至 15%分位。欧洲俄油禁令周一正式生效，12 月 OPEC+会议继续维持减产计划，短期内供给端难有增量，叠加欧洲将迎来今冬首个寒潮，油价下方支撑较强。维持油价震荡偏强的判断。

基本金属：12 月第 1 周，金属价格普遍上涨。沪铜上涨 5.79%，沪铝上涨 2.01%，沪镍上涨 5.30%。铜对衰退预期的定价相对中性（铜金比处于中性位置），对紧缩预期定价更为充分（铜油比处在较低位置），由于铜的金融属性更被低估，本轮铜价反弹的弹性也大于铝和镍。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度下降至 45%分位，投机交易情绪中性。

贵金属：黄金的短期交易拥挤度继续快速攀升至 59%分位，短期市场情绪回到中性上方，美联储 11 月议息会议纪要和近期鲍威尔讲话的鸽派倾向助推了近期黄金的单边行情。现货黄金 ETF 周均持仓量小幅上升，COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度小幅下降至 22%分位，交易结构上市场仍偏谨慎。

4. 汇率：人民币开启升值周期

在岸美元流动性溢价维持 28%分位，离岸美元流动性溢价小幅回落但仍处高位（91%分位）。美国和非美经济体的金融条件差异收敛的趋势仍较为明确，美元指数易下难上。

中国资产的复苏交易也蔓延到了外汇市场上，人民币升值向整数关口发起挑战。12 月第 1 周，离岸人民币汇率窄幅波动至 7.05，人民币汇率的做多性价比仍处在历史绝对低位（2%分位）。本轮人民币贬值从空间和时间上看已经结束，升值周期已经开始。（详见《贬值的终点》）。

5. 海外：美债市场对紧缩交易相对钝化，中选后应更多关注联

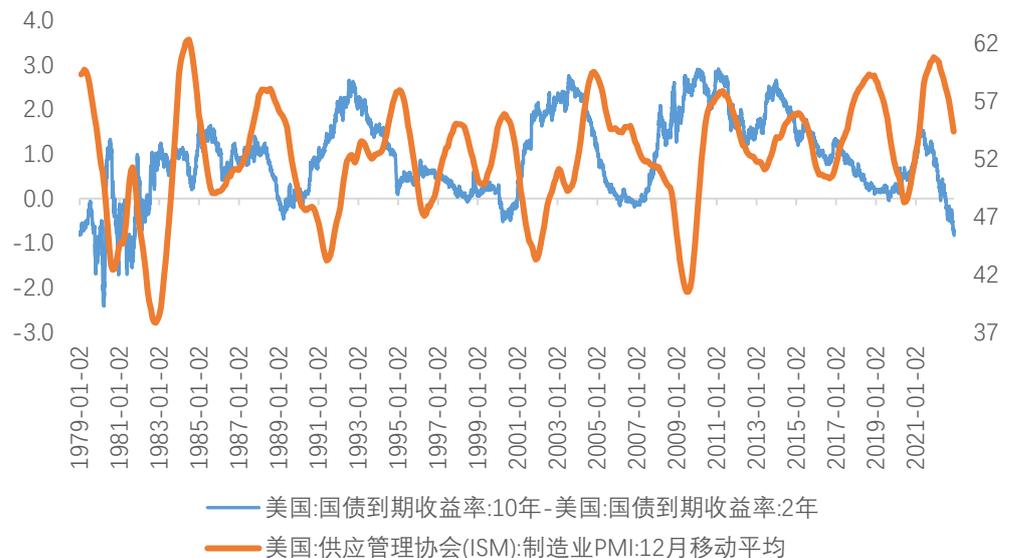
储对加息节奏的直接表态

11月30日，美联储主席鲍威尔发表了题为《通胀与劳动力市场》的演讲，这是12月FOMC会议前他的最后一次公开讲话。讲话的要点包括：**目前通胀仍过高，支持继续加息，最早12月放慢加息，维持限制利率一段时间。**从市场反应看，此次讲话被市场理解为是偏鸽，可能因为鲍威尔并没有重申11月议息会议记者会上“更高更久”（Higher and High for Longer）的论调。12月第1周，CME美联储观察显示，市场对加息高点的预期降到5%以内，对24年1月的政策利率预期降至4.2%左右。

美国11月非农就业新增超预期，且平均时薪环比有所加快，劳动参与率同比微降，失业率维持在近50年来低位。数据出来后，美股仅有短期调整，但美债利率依然回落，反映出市场已经对紧缩交易相对钝化，我们认为，当前更应关注联储加息节奏的直接表态，而非通胀对于联储加息的间接影响。

12月第1周，10Y名义利率下行32bp至3.51%水平，10Y实际利率下行44bp至1.08%，10年期盈亏平衡通胀预期上行12bp至2.43%，**10年-2年美债利差下行12bp，倒挂77bps，程度进一步加深。10年-3个月利差下行25bp，倒挂幅度达到了83bps。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。**目前10年-2年的期限结构倒挂程度已经超过07年金融危机和00年的科网泡沫，接近第二次石油危机时（1979-1981年）的水平。从历史上看，1979、1989年和2000年的三次期限倒挂都深于2007年。但以制造业PMI下降的幅度作为参考，2007年次贷危机的衰退深度都要大于前三者（见图6），因此衰退的深度可能与倒挂的深度并没有严格的对应关系。**换言之，深度倒挂大概率预示着衰退，但未必是深度衰退。**

图6：衰退的深度可能与倒挂的深度并没有严格的对应关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

12月第1周，道琼斯指数、纳斯达克及标普500分别上涨0.24%、2.09%及1.13%。**美股风险溢价小幅回落**，标普500的风险溢价处于1990年以来的52%分位，纳斯达克和道琼斯的风险溢价略微下跌至25%分位和29%分位。12月第1周，美国信用溢价维持在中性偏低水平（45%分位），投机级信用溢价和投资级信用溢价分别在42%分位和48%分位左右小幅波动。

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