

风险定价-复苏交易主线行业的拥挤度状态

证券研究报告

2022年12月29日

12月第5周资产配置报告

12月第4周各类资产表现：

12月第4周，美股指数涨跌互现。Wind全A下跌4.27%，量能明显下降，日均成交额下跌至6431.69亿元。30个一级行业中仅消费者服务实现上涨，除此之外传媒和食品饮料表现相对靠前；电子、电力设备及新能源、钢铁和建筑等表现靠后。信用债指数小幅上涨0.30%，国债指数上涨0.37%。

12月第5周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易主线行业的拥挤度上升速度开始放缓

债券——债市交易拥挤度开始低位反弹，本轮调整或接近尾声

商品——美油库存下降速度超预期，油价开始反弹

汇率——日央行意外调整YCC上限影响全球流动性

海外——核心PCE回落但难改联储的两难局面

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

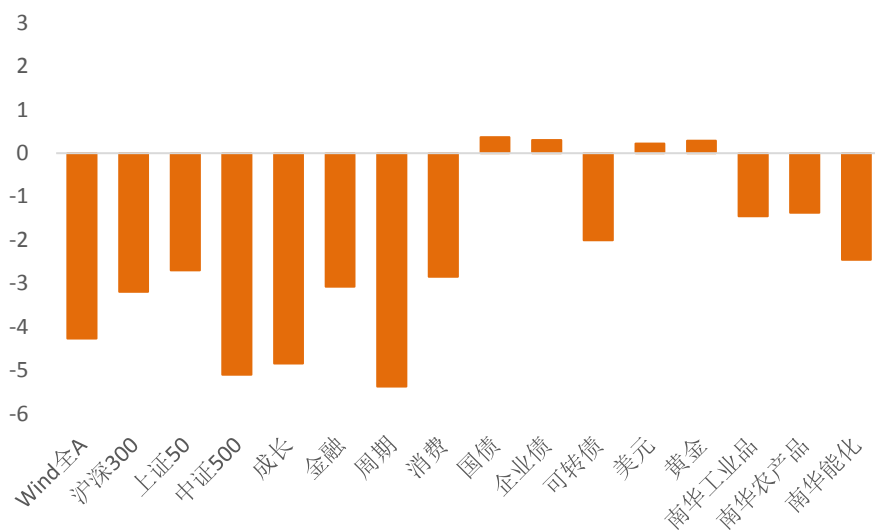
相关报告

1 《宏观报告：日本央行意外加息的影响 - 日本央行意外加息的影响》
2022-12-23

2 《宏观报告：风险定价-复苏交易迎来挑战-12月第4周资产配置报告》
2022-12-21

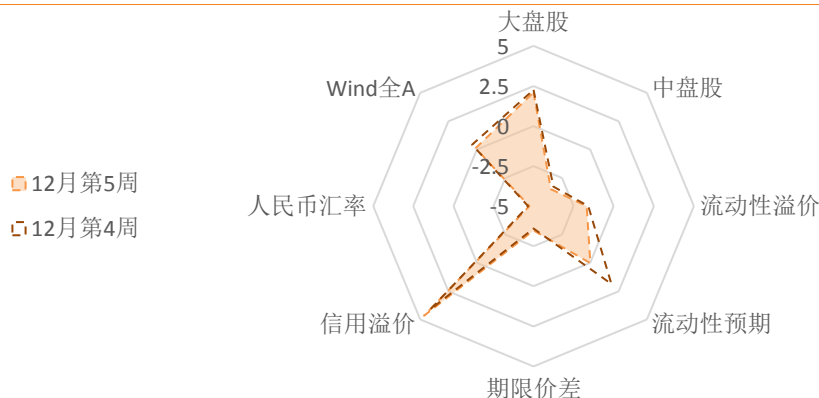
3 《宏观报告：美股的业绩底有多低？ - 美股的业绩底有多低？》
2022-12-20

图 1：12 月第 4 周各类资产收益率(%)



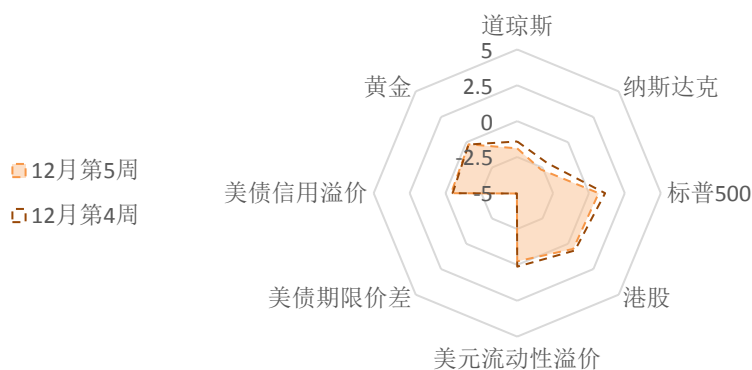
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 月第 5 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 5 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：复苏交易主线行业的拥挤度上升速度开始放缓

高频数据显示，12 月第 4 周国内供需双双走弱。生产方面，上游略强于中下游，汽

车半钢胎等开工率明显回落。需求方面，螺纹钢表观消费量明显回落。30 大中城市商品房成交面积继续下滑，但乘用车零售数据较上月改善明显（较上月同期增长 36%）。CCFI 指数和 SCF 指数显示的出口景气度仍在回落。按照模型拟合的月度 GDP 同比增速为 1.15%，大幅低于前三季度 3% 的 GDP 增速。

12 月第 4 周，Wind 全 A 的风险溢价保持在【中性】水平（51%分位），高于中位数 0.03 个标准差，A 股性价比基本中性。宽基指数方面，上证 50、沪深 300 风险溢价处于【较便宜】区间（71%和 69%分位），中证 500 的风险溢价偏低（接近 15%历史分位）。金融、周期、成长的风险溢价位于【中性偏便宜】区间（62%、59%和 61%分位）消费风险溢价处在中性下方（39%分位），估值【中性偏贵】。

12 月第 4 周，大盘价值和大盘成长的拥挤度继续上升，大盘价值的拥挤度已经升至 62%，大盘成长拥挤度只有 21%。中盘价值、中盘成长和小盘价值、小盘成长的拥挤度均出现回落，分别为 51%、24%、52%、24%历史分位。

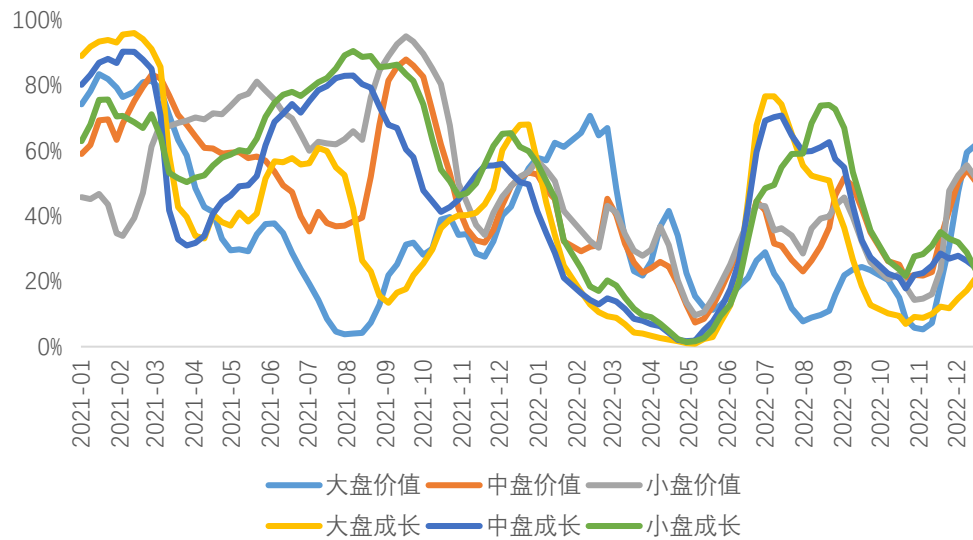
12 月第 4 周，30 个一级行业的平均拥挤度维持在 50%分位，市场情绪的广谱修复已经完成。当前拥挤度最高的为消费者服务、商贸零售、交通运输和房地产，分别为 87%、86%、81%和 80%分位。前期复苏交易的主线行业（地产和商贸零售），拥挤度上升的速度已经开始明显放缓（地产和商贸零售本周交易拥挤度上升不到 1%，而过去 4 周两者分别上升 25%和 41%），后续如果交易拥挤度开始掉头，交易有瓦解的风险。电力设备及新能源、电子、电力及公用事业的拥挤度最低。资金流向方面，12 月第 4 周，30 个一级行业全部主力净流出，综合金融、轻工制造和煤炭净流出相对最少，电子、医药和电新净流出额排名靠前。

图 4：前期复苏交易的主线行业（地产和商贸零售），拥挤度上升的速度已经开始明显放缓（单位：百分位数）

	12月第4周交易拥挤度	12月第4周交易拥挤度变化值	过去四周交易拥挤度变化值
消费者服务	86.6	10.6	33.1
商贸零售	85.6	0.6	25.2
交通运输	81.4	3.8	21.2
房地产	80.5	0.2	40.6
非银行金融	76.4	0.8	22.6
传媒	73.0	2.5	13.2
纺织服装	72.7	3.0	33.6
综合金融	70.0	4.0	21.9
轻工制造	68.2	3.2	25.0
银行	64.9	7.4	44.3
建筑	63.8	-6.0	22.4
综合	60.8	-2.4	3.5
医药	58.5	-2.1	-1.2
计算机	55.2	-3.2	-11.0
食品饮料	50.5	21.3	44.7
通信	47.4	-4.3	-4.9
建材	43.4	2.4	28.5
钢铁	43.2	-3.7	5.5
家电	41.7	5.2	21.9
石油石化	41.3	-7.6	10.9
有色金属	31.4	-1.9	0.3
机械	29.3	-6.9	-17.8
农林牧渔	27.6	2.5	11.8
国防军工	27.5	-6.0	-20.7
煤炭	26.5	-6.6	-5.8
基础化工	22.0	-1.0	4.7
汽车	20.6	0.3	0.8
电力及公用事业	20.0	-11.0	-5.8
电子	20.0	-1.6	-2.2
电力设备及新能源	17.0	-3.0	-7.2

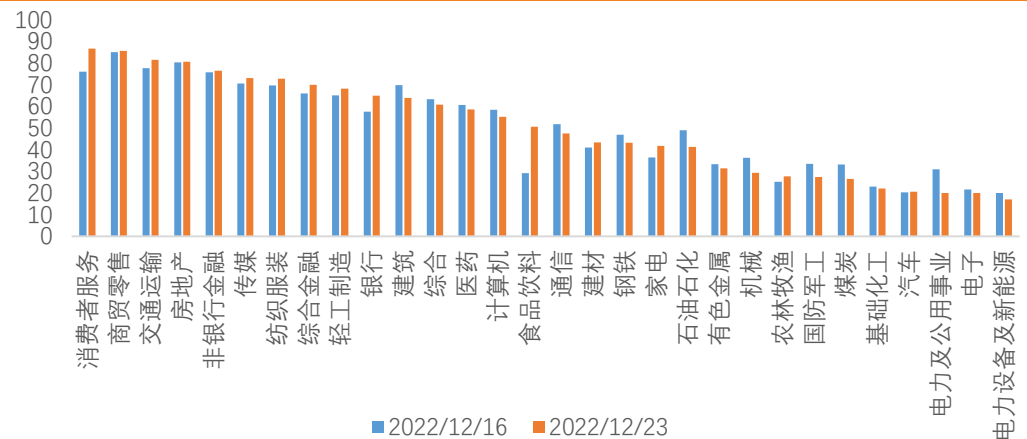
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：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 6：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：债市交易拥挤度开始低位反弹，本轮调整或接近尾声

12月第4周，央行逆回购到期净投放7040亿元，流动性溢价小幅下降至33%分位，整体目前仍处于【较宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期大幅下降至50%分位，短期疫情冲顶过程中流动性易松难紧，但中期货币政策方向依然是转向稳健。期限利差回升至15%分位，久期策略性价比处在历史低位。信用溢价上升至97%分位，信用下沉的性价比很高。

利率债与信用债的短期交易拥挤度开始反弹，目前分别处于低位（9%与4%分位），市场情绪仍偏消极，但交易拥挤度的企稳预示着本轮债市的极端调整或接近尾声。可转债的短期交易拥挤度比上周有所下降，目前为34%分位。

3. 商品：美油库存下降速度超预期，油价开始反弹

能源品：12月第4周，布油上涨6.67%至84.55美元/桶。12月9日我们在风险定价系列报告中提示，“油价下方支撑较强。维持油价震荡偏强的判断”得到了印证。原油的交易拥挤度低位徘徊（11%分位）。美国石油库存和战略储备缩减的速度超预期，衰退预期并未兑现，进入年底假期出行旺季，油品需求短期恐有反弹。目前原油供需都偏弱：对俄油的禁运和限价政策已经近落地一个月，OPEC实际减产幅度少于会议决议，但俄罗

斯威胁通过减产来反制欧洲引发了新的供给担忧。美国补充战略石油储备的价格对油价形成强支撑。我们预计，中期内油价在冬季取暖需求的上升或国内疫情出现拐点之后可能更为强势。

基本金属：12月第4周，金属价格涨跌互现。铜价上涨1.35%，沪铝下跌0.35%，沪镍下跌0.07%。铜对衰退预期的定价相对中性（铜金比处于中性位置），对紧缩预期的定价也逐渐回归中性（铜油比已经回到俄乌冲突之前的水平，基本处在历史中性水平附近）。在衰退宽松交易中，商品属性和金融属性相互对冲，铜价中期可能维持震荡走势。COMEX铜的非商业持仓拥挤度小幅下降至44%分位，投机交易情绪中性偏低。

贵金属：COMEX黄金的非商业持仓拥挤度小幅上升至27%分位。现货黄金ETF周均持仓量小幅上涨，黄金的短期交易拥挤度继续攀升（目前74%分位），情绪修复给金价带来的反弹空间逐渐收窄，在联储进一步放缓加息节奏之前，金价的上行或降速。

4. 汇率：日央行意外调整 YCC 上限影响全球流动性

12月第4周，美元指数震荡走平，收于104.32。在岸美元流动性溢价下降至14%分位，离岸美元流动性溢价窄幅波动。美国和非美经济体的金融条件差异收敛的节奏较前期放缓，对美元指数的影响相对中性。日本央行意外宣布将收益率曲线控制的目标区间上限从0.25%上调至0.5%。日本央行此举主要是通过加大长期利率的波动幅度可以缓解日央行的操作压力，同时缓解日元快速贬值的压力，作为套息交易主要货币之一，此举对全球流动性影响偏负面，但影响幅度有限。（详见《日本央行意外加息的影响》）

12月第4周，离岸人民币汇率窄幅波动至6.99。中美利差目前仍在历史低位，人民币汇率的做多性价比处在极低水平（3%分位），人民币转入升值周期相对确定，但目前中国出口数据疲软，基本面不支持快速升值。

5. 海外：核心 PCE 回落但难改联储的两难局面

12月23日，美国商务部数据显示，美国11月PCE物价指数同比增长5.5%，与市场预期持平，低于前值6%（上修至6.3%），为连续第五个月放缓。明年美国通胀读数继续回落的趋势是相对明确的，商品通胀持续回落，但服务通胀维持粘性。美国三季度实际GDP年化季环比终值3.2%，修正值为2.9%，初值为2.6%，脱离连续两个季度环比负增长的“技术性衰退”。目前CME美联储观察的加息预期显示本轮加息周期在明年5月见顶，之后7个月降息幅度在100bp以上。

12月第4周，道琼斯指数上涨0.86%，纳斯达克及标普500分别下跌1.94%及0.20%。10Y名义利率上升27bp至3.75%水平，10Y实际利率上行20bp至1.55%，10年期盈亏平衡通胀预期上升7bp至2.20%。美国经济衰退的领先指标10年-2年美债利差回升13bp，但仍维持倒挂56bp，另一个重要指标10年-3个月利差上升24bp，倒挂幅度缩小至59bp。

12月第4周，美股风险溢价均有不同幅度的下降。标普500、纳斯达克、道琼斯的风险溢价分别下降至57%、23%、31%分位。12月第4周，美国信用溢价维持在中性偏低水平（46%分位），投机级信用溢价小幅上升至45%分位，投资级信用溢价仍维持在47%分位。本轮加息周期以来，信用环境基本稳定，未出现严重恶化。这可能暗示本轮美国经济的衰退可能限于需求的回落，目前看不到严重的信用坍塌带来的衰退放大效应。

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