

风险定价-一致预期已经部分被市场定价

证券研究报告

2023年01月08日

1月第1周资产配置报告

12月第5周各类资产表现：

12月第5周，美股指数小幅下跌。Wind全A上涨1.48%，日均成交额小幅下跌至6328.27亿元。30个一级行业中23个行业实现上涨，电力设备及新能源、国防军工和电力及公用事业表现靠前；家电、消费者服务和房地产表现靠后。信用债指数小幅上涨0.10%，国债指数小幅上涨0.29%。

2023年1月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——行业盈利增速一致预期已经部分被市场定价

债券——跨年流动性环境中性偏紧，元旦节后大概率重回中性偏松区间

商品——油价基本面向下，情绪向上

汇率——汇率定价回归基本面

海外——2月FOMC大概率加息25bps

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

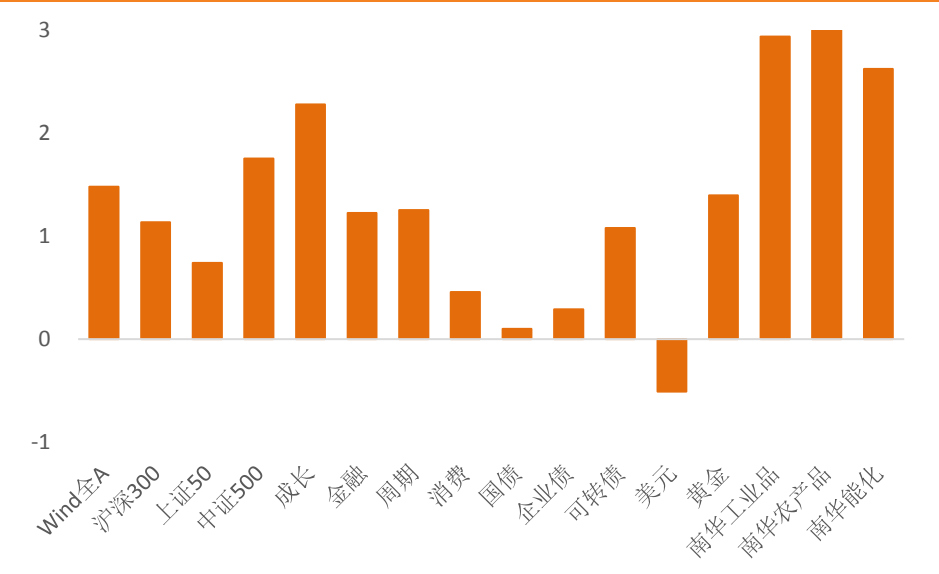
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC执业证书编号：S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

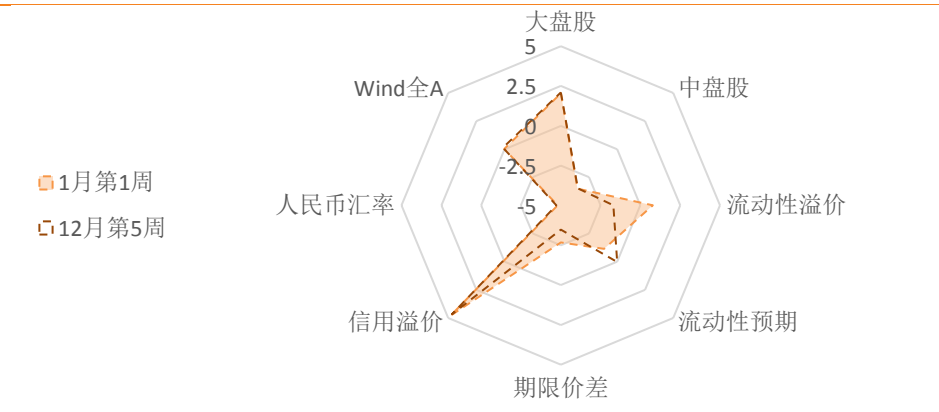
- 1 《宏观报告：地产链的再定位-各行业对房地产的依赖度正在发生变化》2023-01-07
- 2 《宏观报告：宏观-PMI数据的最后一跌？》2022-12-31
- 3 《宏观报告：宏观-超额储蓄能否转化成超额消费？》2022-12-31

图 1：12 月第 5 周各类资产收益率(%)



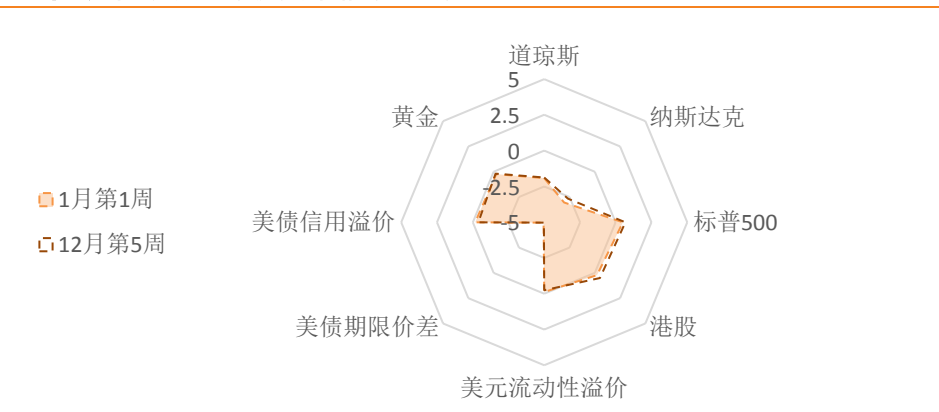
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 1 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 3：1 月第 1 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：行业盈利增速一致预期已经部分被市场定价

2022 年最后一周红盘收官，回顾全年 A 股的走势大致呈现出“W”型的走势，Wind 全 A 下跌 19%，风险偏好多数时期处在较低水平。风格上价值略好于成长，大小盘风格区分度不大。2022 年全年交易逻辑围绕着“内滞外胀”的主线展开，内部疫情与地产的扰动贯穿全年，外部联储鹰派不断超预期带动全球金融条件和风险偏好恶化。但随着国内的政策底进一步夯实，海外通胀回落的趋势明显，紧缩的空间也逐渐逼仄，2023 年“内滞外胀”的逻辑反转目前来看是大概率事件。

2022 年 12 月的 PMI 在荣枯线以下进一步下行，水平甚至低于 2022 年 4 月，经济仍然处在疫情冲击带来的黎明前的黑暗中。高频数据上看，地铁客运量、整车货运指数等经济指标近期持续好转或许意味着疫情先行区可能已经开始率先走出冲击。但考虑到 1 月是春节以及部分地方尚未达到疫情高峰，疫后经济的正式修复则可能要等到 2 月春节假期结束之后。我们认为 2 月之后经济复苏的方向大概率是确定的，但信心恢复、预期改善需要时间，同时外部需求下行和脱钩断链的风险持续存在，复苏的路径存在不确定性。

2023 年美国通胀读数回落的方向相对明确，能源和食品分项大概率从 2 月开始将会在去年俄乌冲突带来的高基数影响下快速回落，房租也将滞后于房价下跌，未来通胀读数的回落斜率很大程度上取决于核心服务业的价格水平。11 月美国非农新增就业和工资增速数据均超预期，劳动力供给的缺失是结构性问题，大概率将会持续支撑核心服务通胀。联储处境依然进退维谷，2023 年海外货币政策出现拐点相对确定，但节奏仍存在不确定性。

我们认为，2023 年 A 股的内外环境或将在 2022 年的基础上有显著改善，价值受益于复苏，成长受益于海外流动性拐点，但改善的过程不是一帆风顺、一蹴而就的，成长和价值都是风险与收益并存，出现风格一边倒的概率不高。

具体到行业上，对比截止 2023 年 1 月 1 日，2023 年一级行业净利润增速预期和 2022 年前三季度的净利润增速，我们可以发现分析师对 2023 年一级行业的基本面排名与当前基本面呈现出明显的反转态势。（见图 4）困境反转的复苏主题行业在 2023 年净利润增速预期中排名更加靠前（房地产、商贸零售、消费者服务都排在前四）；2022 年盈利增速相对较高的上游资源（煤炭、油气和有色）板块在 2023 年的盈利预期排名中相对靠后；赛道股的盈利预期排名基本处在中间，电新行业的盈利下修，计算机和电子排名相对靠前（第 5 名和第 9 名）。（见图 4）

2022 年 10 月底至今，复苏交易主线的拥挤度已经从底部快速反弹至中性上方，煤炭、石油石化和有色的交易拥挤度也回落至较低位置，电新行业的交易拥挤度更是在行业中排名垫底。因此，我们认为上述盈利预测的一致性已经部分被市场定价。目前 Wind 一致预期排名前十但交易拥挤度还在倒数前五的仅有电子。短期来看，后续交易拥挤度的拐点可能预示着风格反转的开始。

图 4：截止 2023 年 1 月 1 日，Wind 一致预期与 2022 年的行业基本面表现呈现明显反转

	一致预测净利润同比(FY2比FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	归属母公司股东的净利润(同比增长率) [报告期] 2022 三季 [单位] %
房地产	3,103.4593	-72.6102
农林牧渔	485.2478	137.5613
商贸零售	436.9850	-6.1567
消费者服务	284.3338	-52.3845
计算机	68.8318	-41.6031
纺织服装	66.3090	-16.9874
综合金融	56.3443	-39.4558
传媒	50.3356	-31.9183
电子	43.4134	-27.6826
钢铁	39.9661	-67.0203
国防军工	39.5481	3.4174
电力及公用事业	39.3131	0.2322
汽车	38.7252	-7.2296
电力设备及新能源	38.0907	49.1740
建材	33.2171	-39.4028
建筑	30.0844	4.4659
机械	29.8157	-17.6032
轻工制造	26.1872	-28.1188
交通运输	25.4790	-29.8944
食品饮料	20.7162	11.9186
通信	18.7802	47.5576
非银行金融	18.7763	-23.2189
有色金属	17.4866	59.9402
基础化工	12.8563	13.1000
家电	8.7577	10.7617
银行	7.4442	7.9444
石油石化	5.7133	12.3371
煤炭	-1.9475	68.3700
医药	-4.0599	6.5152
综合	-34.7419	-26.4825

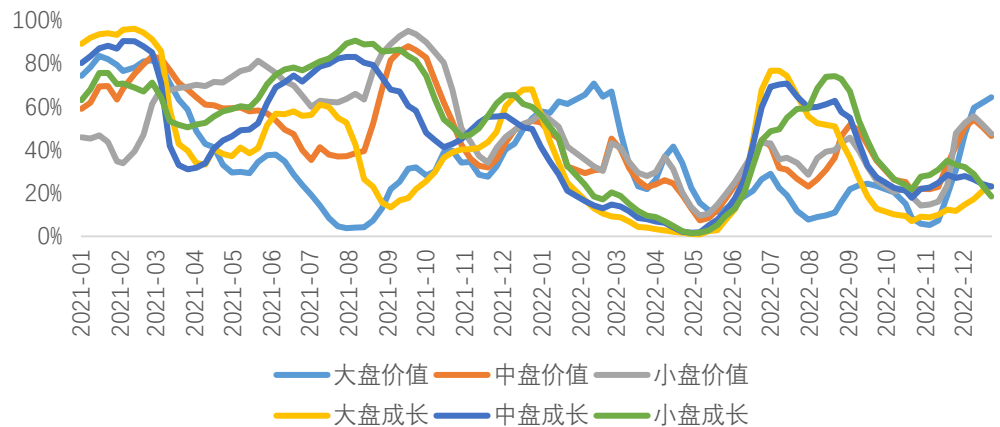
资料来源：Wind，天风证券研究所

12 月第 5 周，A 股的风险溢价与前期基本持平，Wind 全 A 的风险溢价【中性】。Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价处在 50%、70%、67%分位，中盘股（中证 500）的风险溢价接近 15%历史分位，性价比偏低。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在 61%、59%、59%、33%分位。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 0.03 个标准差水平，性价比基本中性。

12 月第 5 周，大盘股交易拥挤度小幅上升，中、小盘股交易拥挤度下降，大盘价值风格继续上升，但上升斜率开始明显放缓，接近 2022 年两会前的水平。大盘成长交易拥挤度目前从 10 月底的低点反弹幅度相对有限，当期的盈亏比相对更高。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 64%、23%、47%、23%、48%、19%历史分位。

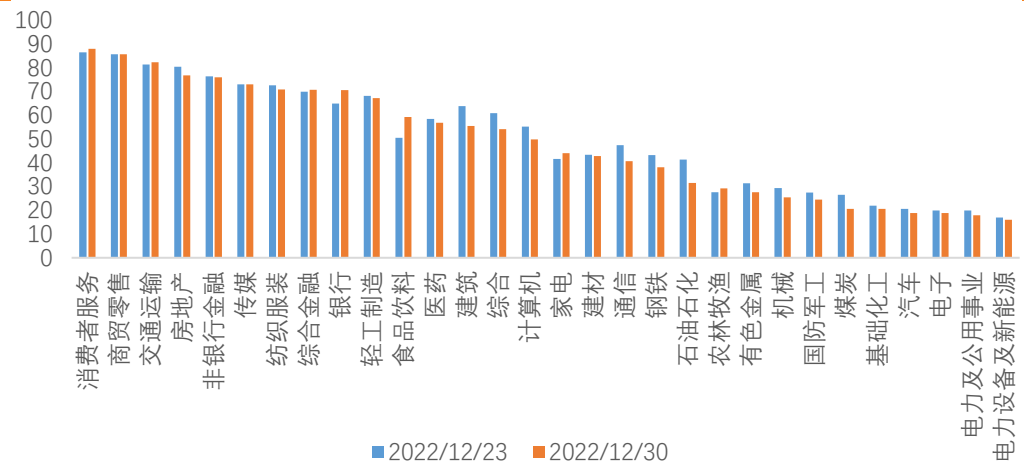
12 月第 5 周，30 个一级行业的平均拥挤度下降至 48%分位，市场情绪中性局面不改。当前拥挤度最高的为消费者服务、商贸零售、交通运输和房地产，分别为 88%、86%、82%和 77%分位。电力设备及新能源、电子和电力及公用事业的拥挤度最低。

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：跨年流动性环境中性偏紧，元旦节后大概率重回中性偏松区间

12 月第 5 周，央行逆回购到期净投放 15570 亿元，跨年资金需求季节性上升，流动性溢价上升至 58%分位，流动性环境中性偏紧，跨年流动性需求过峰后，流动性环境将重新回到中性偏松区间。

市场对未来流动性收紧的预期大幅下降至 39%分位，期限价差持续回升至 23%分位，久期策略性价比处在偏低位置。信用溢价继续上升至 98%分位，信用债的配置价值高。

利率债与信用债的短期交易拥挤度分别上升至 17%和 5%位置，市场情绪从极度悲观开始徐徐修复。可转债的短期交易拥挤度继续下降，目前为 25%分位。

3. 商品：油价基本面向下，情绪向上

能源品：12 月第 5 周，布油上涨 1.70%至 85.99 美元/桶。原油的交易拥挤度目前改善仍然偏慢（目前处在 13%分位）。原油呈现明显的基本面向下，情绪向上的状态。12 月第 5 周，美国原油库存从低位开始超预期回升，圣诞假期结束出行旺季逐渐结束，中国需求仍在感染高峰的压制下偏弱。但原油市场的情绪在俄罗斯反制落地的刺激下改善明显。12 月 27 日，普京的总统令禁止向遵守西方所设价格上限的客户出口俄油，禁令 2023 年 2 月 1 日起生效，持续五个月。我们预计，在国内疫后修复的成色进入验证期之

前，油价震荡偏强的格局还可能延续，而后续的行将取决于复苏的实际情况。

基本金属：12月第5周，金属价格普遍上涨。铜价上涨0.29%，沪铝上涨0.38%，沪镍大幅上涨7.21%。目前铜的显性库存处于历史低位是铜价最强的支撑，与原油的定价逻辑类似，铜价也在提前定价中国疫后修复带来的需求空间。目前铜金融属性定价中性（铜金比处于中性位置），商品属性定价也处在中性附近（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）。在全球衰退宽松交易中，商品属性和金融属性相互对冲，铜价的反弹存在天花板，中国的复苏预期让短期的天平略偏向多头，上涨行情能否延续要看后续国内经济恢复的成色。COMEX铜的非商业持仓拥挤度维持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上升至31%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76%分位）。实际利率与金价的走势背离延续，黄金的上涨缺乏坚实的基本面支撑，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，建议对金价的持续反弹保持警惕。

4. 汇率：汇率定价回归基本面

12月第5周，美元指数小幅下跌，收于103.49。在岸美元流动性溢价小幅上涨（17%分位），离岸美元流动性溢价与前期基本持平（81%分位）。美国和非美经济体的金融条件差异收敛的步伐继续暂缓，对美元指数的影响相对中性。

12月第5周，离岸人民币汇率升值至6.90。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（2%分位），随着2023年“内滞外胀”的局面逐步缓解，人民币重回升值周期。短期内人民币汇率仍在定价复苏预期，2月之后汇率定价可能逐渐回归复苏的现实路径以及出口情况。目前外需偏逆风，美国11月商品贸易逆差创下自2020年12月以来的新低，经常项下的结汇需求是人民币重要的基本面支撑。

5. 海外：2月FOMC大概率加息25bps

此前鲍威尔在新闻发布会上表示“美联储强烈考虑将下次加息幅度调整到25个基点”。CME美联储观察的加息预期也显示2月FOMC大概率将进一步放缓紧缩节奏，加息25bp的概率为67%，加息50bp的概率为32%，短期的加息幅度目前不是市场关注的核心变量，终端利率的高度和后续降息的时点和节奏才是。加息预期显示本轮加息周期将在2023年5月见顶（4.95%），对2023年下半年的降息空间预期在45bp左右。

12月第5周，道琼斯指数下跌0.17%，纳斯达克及标普500分别下跌0.30%及0.25%。10Y名义利率上升13bp至3.88%；10Y实际利率上行3bp至1.58%，接近10月通胀数据公布之前的水平，回吐了本轮宽松交易带来的下行，10年期盈亏平衡通胀预期上升10bp至2.30%。美国经济衰退的领先指标10年-2年美债利差回升3bp，仍维持倒挂53bp；另一个重要指标10年-3个月利差上升5bp，倒挂幅度缩小至54bp。

12月第5周，美股风险溢价均有不同幅度的下降。标普500、纳斯达克和道琼斯的风险溢价分别下降至55%、19%和31%分位。12月第5周，美国信用溢价上升至48%分位，投机级信用溢价上升至49%分位，投资级信用溢价小幅上升至48%分位。信用溢价稳定在中性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