

宏观

证券研究报告

2023年03月22日

复苏交易的赔率

回顾历史我们发现无论是股还是债，市场在宏观数据的真空期定价社融、PMI 和 高频数据的好转是需要被后续的数据验证的，一旦复苏和政策预期开始证伪，之前的定价也会被重新纠偏。回到当下，2023 年春节后至今高频数据表现的强势这点毋庸置疑，但是经济复苏的基础薄弱也是无法忽略的事实。在一轮复苏的开始，市场往往会把否极泰来阶段的高弹性线性外推，但复苏往往不是一帆风顺的，尤其是在政策定力更强的当下，基于波动率较高的高频数据博弈复苏主线对交易能力的要求是不低的。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

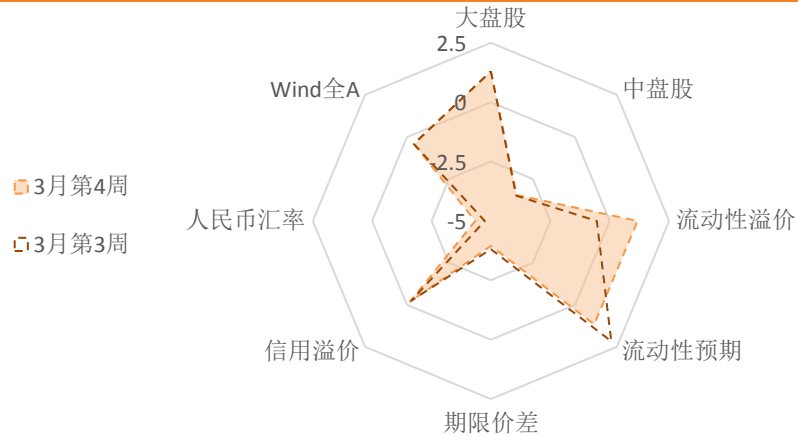
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

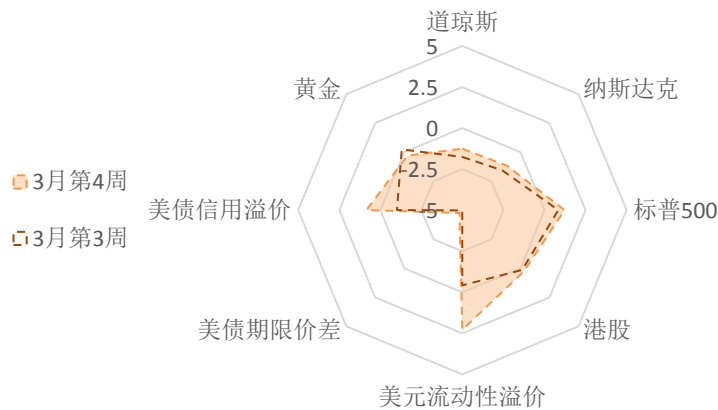
- 《宏观报告：地产修复的事实》
2023-03-20
- 《宏观报告：宏观-降准的信号意义》
2023-03-18
- 《宏观报告：复苏交易的胜率》
2023-03-16

图 1：3 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 2：3 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。

一千个读者有一千个哈姆雷特。市场对经济复苏的定价到底有多乐观？这个问题没有标准答案。尽管年初以来的经济数据呈现了超预期复苏，但今年复苏交易面临的问题是，去年四季度经济二次回落“挖坑”，所以经济数据反弹具有报复性特征，其中有多少是内生性复苏、复苏斜率能维持多久，这些问题都暂时只有尚未验证的逻辑。

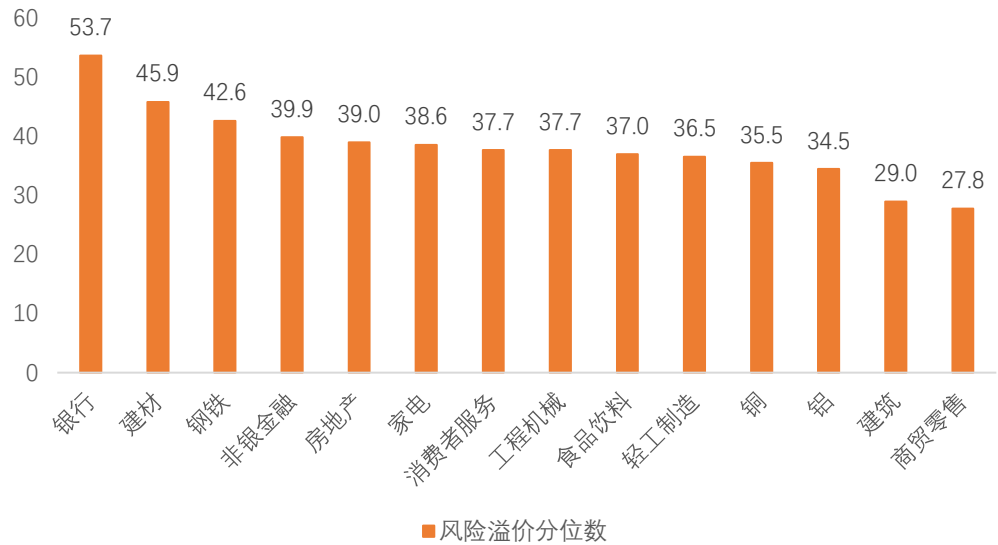
在上一篇文章《复苏交易的胜率》中，我们尝试用年初宏观数据真空期的金融信贷、景气度和高频中观指标，来计算数据真空期的复苏交易行业的胜率。在本篇中，我们换种方式来看复苏交易，从当前 A 股的赔率来看，市场对经济复苏定价了多大程度的乐观预期？

首先是和复苏交易相关度较高的**宽基指数和风格指数的风险溢价**。上证 50 的风险溢价下降至 63%，沪深 300 的风险溢价维持 56%分位。大盘风格的风险溢价回归中性意味着**市场对于经济悲观预期的修正阶段基本结束**。

直接和复苏交易相关的具体行业，包括：基建和地产链条上的建筑、钢铁、建材、工程机械、房地产、铜、铝；金融中的银行和非银金融；消费中的家电轻工（地产后周期）、食品饮料、商贸零售和消费者服务。

目前 14 个行业中，仅银行的风险溢价还在中位数以上（54%），其余行业的风溢价均低于中位数，商贸零售（28%）、建筑（29%）、铝产业（34%）的风险溢价最低，反映市场对乐观的定价程度最高。

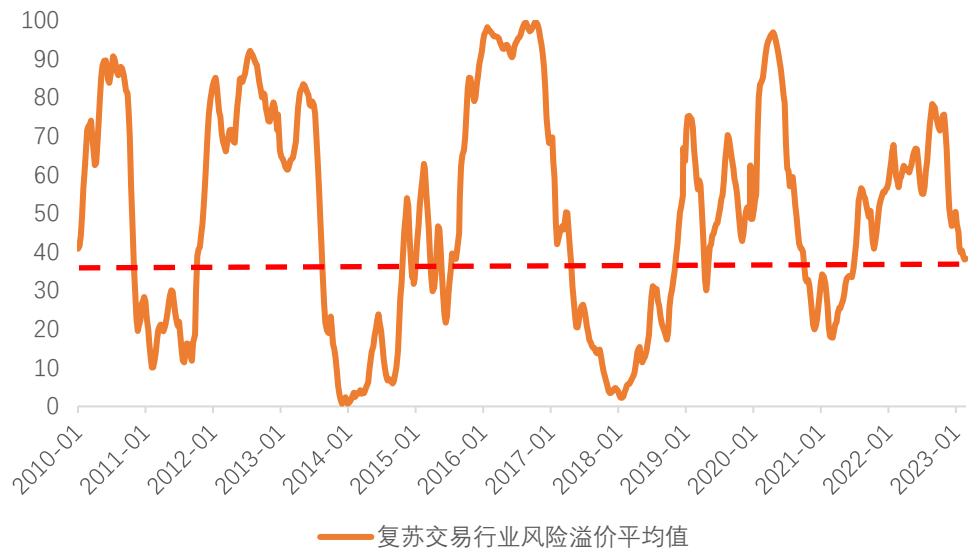
图 3：目前 14 个行业当中仅银行的风险溢价还在中性上方



资料来源：Wind，天风证券研究所

这些复苏交易行业的平均风险溢价水平已经从去年第三季度的 75%分位下降到了当前的 38%分位，接近 2020 年 10 月、2019 年 4 月、2017 年 5 月和 2013 年 8 月的水平，这四个月份的 PMI 分别为 51.4、50.1、51.2 和 51，相较前期的低点分别过去了 8 个月（2020 年 2 月）、2 个月（2019 年 2 月）、10 个月（2016 年 7 月）、12 个月（2012 年 8 月），从低点回升的涨幅则分别为 15.7、0.9、1.3 和 1.8。今年 2 月的 PMI 为 52.6，相较前期低点（去年 12 月）过去了 2 个月，PMI 上升了 5.6。从幅度来看，开年经济复苏的幅度确实很强，仅次于 2020 年疫后的修复幅度。但从修复的时间来看，在复苏近两个月后风险溢价就已经下降至中低位置，与 2019 年的情形最为相似。

图 4：复苏交易的风险溢价已经降至 38%分位

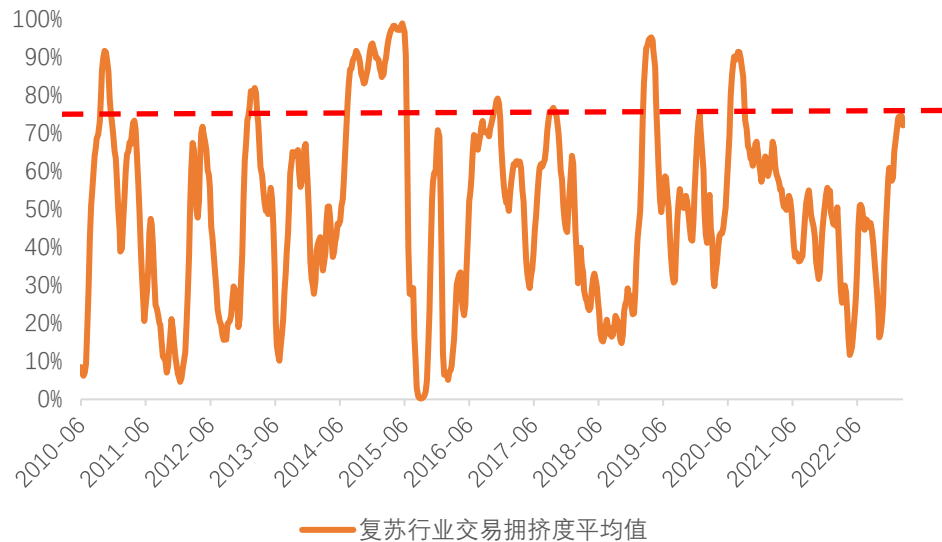


资料来源：Wind，天风证券研究所

交易层面上，复苏交易行业的平均拥挤度从去年 10 月底的 16%分位回升至最高时的 75%分位，为 2020 年 9 月以来的高点。但目前已经开始从高位小幅回落至 72%分位。交易拥挤度的绝对水平接近 2020 年 1 月、2020 年 7 月、2019 年 3 月的水平。

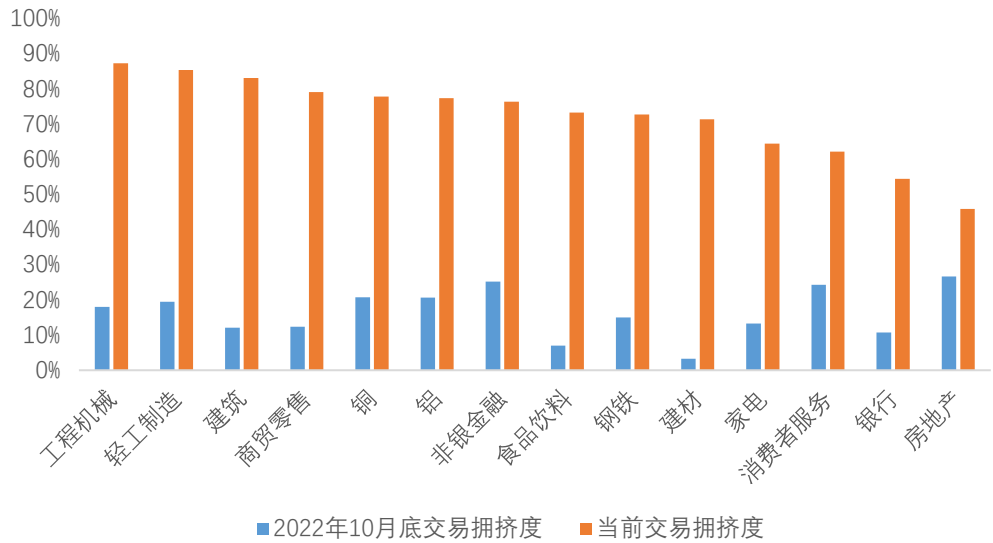
分行业看，目前 14 个行业中仅地产的交易拥挤度在中位数下方。工程机械（87%分位）、轻工制造（85%）和建筑（83%）的拥挤度排名靠前，交易结构的脆弱性上升；消费者服务（62%）、银行（54%）和房地产（46%）的交易拥挤度相对中性，意味着市场并没有在这些方向上形成一致的拥挤交易。

图 5：复苏交易行业的平均拥挤度回升至最高 75%分位（3 月第 1 周），创下 2020 年 9 月以来的新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：分行业来看，目前 14 个行业中仅地产的交易拥挤度在中性下方



资料来源：Wind，天风证券研究所

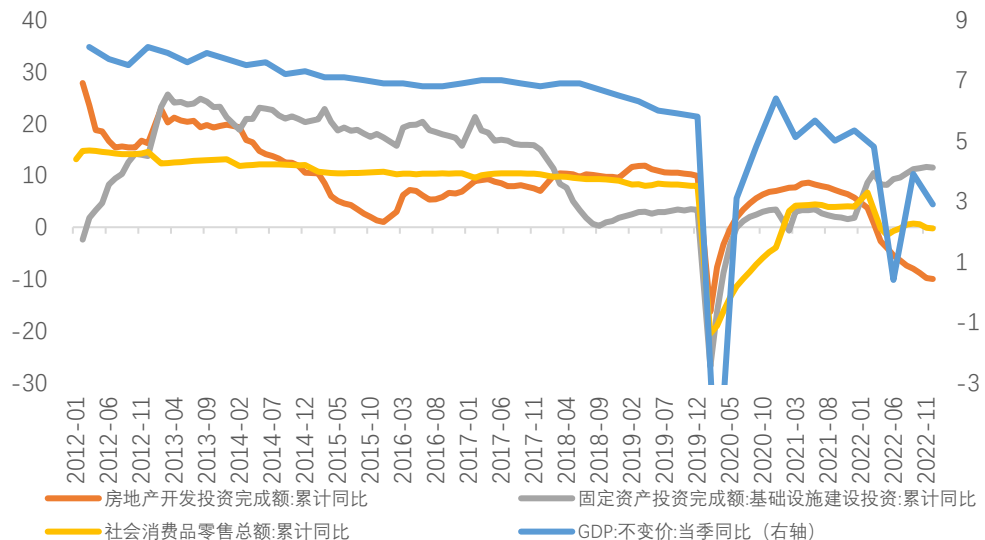
在《复苏交易的胜率》中，我们结合年初景气度、金融信贷、中观高频等数据，认为今年开年的宏观图景类似 2013 年、2017 年、2019 年和 2021 年。

表 1：相似年份的复苏交易复盘

	GDP	基建	地产	消费	是否有复苏交易	复苏交易领涨行业	复苏交易表现较弱行业	全年表现靠前的三个行业	全年表现靠后的三个行业
2013年	倒N型，Q3反弹，Q4回落（弱复苏）	Q1走强维持高位	Q1走强维持高位	先下后上	年初和年中两轮，年初强于年中	第一轮：银行、非银和轻工 第二轮：商贸零售、消费者	第一轮：食品饮料、钢铁、铜 第二轮：钢铁	家电、轻工、消费服务	钢铁、工程机械和铜
2017年	先上后下（弱复苏）	先上后下	先上后下	全年韧性较强	年初和年中两轮，年中强于年初	第一轮：工程机械、铜、钢铁 第二轮：家电、食品饮料和铝	第一轮：商贸零售、消费服务和房地产（透支） 第二轮：建筑、房地产（透支）	食品饮料、家电、非银	建筑、商贸零售和轻工
2019年	下降幅度放缓（没复苏）	先上后下	年初反弹后全年走平	年初小幅回落，后走平	年初（1-3月）	食品饮料、工程机械和非银金融	钢铁、建筑和银行	工程机械、家电、食品饮料	商贸零售、钢铁和建筑
2021年	先上后下（弱复苏）	先上后下	先上后下	年初小幅反弹后走平，中枢显著低于疫情前	年初（2月）	铜、铝、房地产	家电、食品饮料和轻工制造	铝、钢铁和铜	非银、工程机械和消费者服务

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：经济与内需分项走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2013 年年初，复苏交易开年交易预期如火如荼，之后复苏落空，拥挤交易瓦解，三季度在经济实际改善的驱动下卷土重来但并未突破 1 季度的高点。第一轮复苏行情中，金融板块异军突起，年初交易拥挤度一度超过 95%分位；地产链的后周期强于前周期；消费表现相对乏力，同期的食品饮料交易拥挤度仅有 20%分位。这波上涨在一季度之后的回调中基本回吐了涨幅。全年来看，家电、轻工制造、消费者服务收益率排名靠前，工程机械、铜和钢铁表现相对靠后。

2017 年年初，市场在前一年底就开始提前定价复苏，第一轮复苏交易中，由于胜率的差异，铜、工程机械、钢铁和建筑等基建相关行业领跑市场，地产链条（家电、轻工）次之，消费和金融表现相对靠后（商贸零售、食品饮料和消费者服务）。但随着复苏行业的交易拥挤度在一季度开始转弱之后，全年初性更强的消费逐渐获得青睐，到 11 月底食品饮料、家电和商贸零售交易拥挤度重新回到高位，食品饮料的拥挤度甚至一度触及 95%分位。全年来看，家电、食品饮料和非银金融表现最强，建筑、商贸零售和轻工制造相对落后。

2019 年年初，市场在经济其实并没有明显的企稳迹象时对复苏预期进行了积极的定价。在 4 月的拥挤交易瓦解之后，疲弱的基本面并没有给市场挑战年内高点的机会，风险溢价也在 19 年年中重新回升至中性附近。基建、地产和消费在年初的反弹中同步走强，分化并不明显，金融表现相对落后。全年来看，食品饮料、家电和工程机械表现相对最强，商贸零售、钢铁和建筑表现较弱。

2021 年年初，经济经历了双头顶（2020Q4 和 2021Q2），消费在年初快速修复之后全年基本走平，地产和基建都经历了先上后下的过程。2021 年市场并未出现明显的复苏交易。全年来看，铜、钢铁和建筑等周期行业表现较强，非银、工程机械和消费者服务调整较多。在核心资产回撤的影响下，复苏行业的风险溢价平均值在 7 月份回到了中性水平。

每轮复苏交易开始时，相关行业的交易拥挤度与这轮行情中行业收益率的截面相关性跟直觉相悖，较高的交易拥挤度不限制复苏交易的弹性，甚至在之前就有合力的方向弹性更强（交易拥挤度与收益率多数正相关）。风险溢价与收益率之间的相关系数有正有负，相对估值的高低貌似并不是复苏交易关注的核心变量。我们有理由认为这个阶段的定价，胜率的比重强于中短期性价比。

表 2：相关行业的交易拥挤度和风险溢价与这轮行情中行业收益率的截面相关性没有明显规律

		钢铁	建筑	建材	轻工制造	商贸零售	消费者服务	家电	食品饮料	银行	非银金融	房地产	工程机械	铜	铝	与收益率之间的相关系数
13年年初	风险溢价	83%	81%	79%	83%	80%	75%	81%	69%	77%	72%	78%	75%	73%	80%	18%
	拥挤度	26%	38%	26%	15%	7%	5%	33%	3%	50%	8%	46%	12%	19%	14%	17%
	收益率	13%	20%	23%	26%	21%	19%	17%	8%	29%	30%	20%	24%	14%	23%	-
13年年中	风险溢价	87%	78%	78%	76%	79%	74%	76%	73%	74%	77%	76%	82%	80%	80%	-9%
	拥挤度	11%	32%	15%	46%	28%	23%	32%	26%	9%	6%	29%	5%	6%	12%	24%
	收益率	8%	3%	9%	23%	40%	32%	12%	5%	9%	12%	9%	9%	11%	27%	-
17年年初	风险溢价	56%	60%	70%	67%	67%	80%	76%	81%	80%	76%	63%	76%	67%	65%	1%
	拥挤度	81%	85%	54%	52%	78%	30%	50%	47%	58%	54%	61%	60%	77%	69%	26%
	收益率	9%	5%	6%	2%	1%	1%	8%	6%	6%	2%	1%	12%	10%	6%	-
17年年中	风险溢价	17%	12%	24%	18%	20%	31%	25%	28%	30%	28%	19%	29%	17%	20%	10%
	拥挤度	28%	38%	30%	13%	14%	16%	62%	55%	37%	46%	20%	26%	19%	25%	53%
	收益率	18%	7%	17%	11%	11%	8%	25%	31%	11%	19%	8%	8%	19%	30%	-
19年年初	风险溢价	66%	63%	65%	64%	74%	60%	63%	55%	63%	66%	69%	72%	78%	77%	-12%
	拥挤度	11%	40%	17%	19%	19%	18%	17%	9%	33%	43%	48%	35%	15%	20%	1%
	收益率	20%	18%	32%	32%	25%	22%	32%	38%	16%	38%	29%	36%	27%	22%	-
21年年初	风险溢价	55%	60%	71%	62%	64%	67%	63%	71%	68%	67%	69%	63%	56%	54%	-69%
	拥挤度	79%	16%	68%	54%	10%	86%	87%	93%	88%	42%	11%	95%	80%	67%	-2%
	收益率	9%	6%	3%	1%	2%	2%	-2%	-5%	3%	2%	10%	7%	25%	19%	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

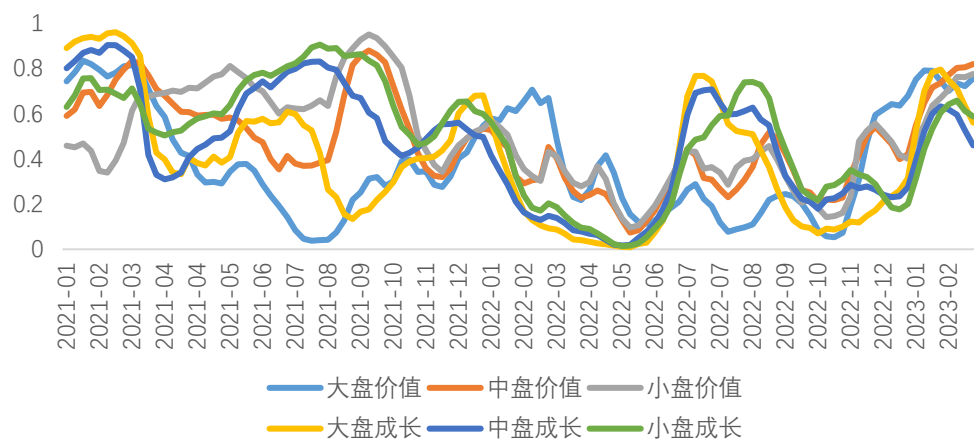
复盘了 2013 年、2017 年、2019 年和 2021 年四个相似年份的复苏交易，我们可以得到以下结论：

- 1) 复苏交易一般分为两个部分：预期驱动和基本面驱动，两者基本呈现此消彼长的特征。强预期交易往往在兑现时复苏交易的弹性就明显受限，反之预期交易偏弱，则兑现时更强。

- 2) 预期交易往往伴随着交易拥挤度的上行和风险溢价的下降（股价上涨但是业绩还未改善），积累到一定程度是有瓦解的风险的。
- 3) 与今年开年基本面相似的年份都没有出现总量层面（GDP）的强势复苏，交易机会往往是由内需的结构差异驱动的，也就是说地产、基建和消费，哪个边际修复的动力更强，对应行业的胜率也更高。
- 4) 相似年份的复苏交易中，相对估值高和交易拥挤度高对于复苏交易的弹性限制并不明显，这个阶段胜率可能比性价比更重要。

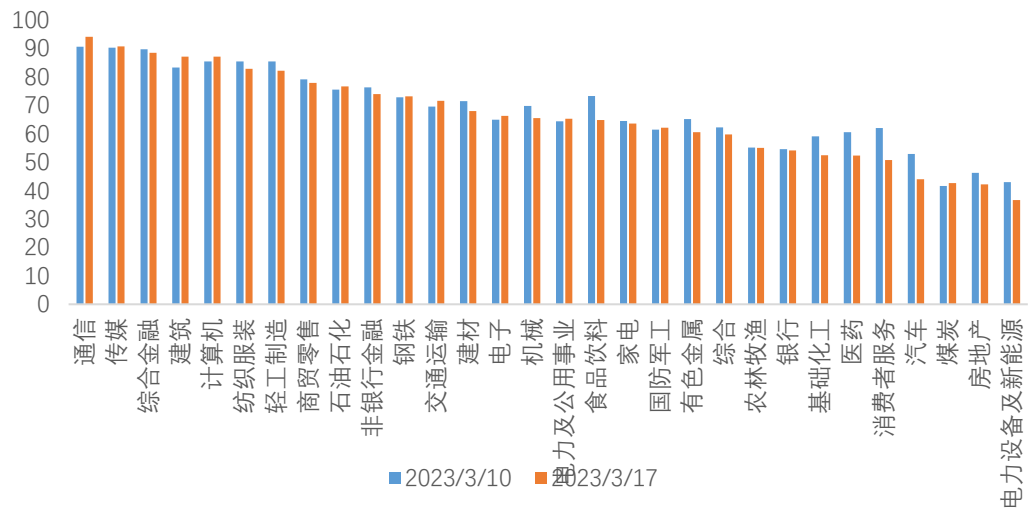
整体来看，大盘价值的交易更多是预期的博弈，可持续性并不能得到保证。随着所有风格的交易拥挤度都进入相对拥挤的区间内，市场轮动的空间正在减小，这种现象在一级行业层面也非常明显，仅煤炭的交易拥挤度在中性下方，广谱的拥挤是市场调整最根本的原因。

图 8：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 9：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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