

# 风险定价-中期逻辑仍有望回到经济复苏

证券研究报告

2022年09月24日

## 9月第4周资产配置报告

9月第3周各类资产表现：

9月第3周，美股指数未能延续上周的上涨趋势，周下跌约5%。国内市场也呈现了回落趋势，Wind全A下跌了4.16%，成交额持续下降至3万亿元，日均成交额跌至6247亿元。一级行业中，银行，食品饮料及家电表现靠前；机械，电力及新能源等表现靠后。信用债指数上涨0.07%，国债指数下跌0.10%。

9月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——外部环境恶化拖累短期情绪，中期逻辑仍有望回到经济复苏

债券——债市变化不大

商品——原油的震荡格局没有改变

汇率——人民币贬值接近第二目标位

海外——衰弱交易过度，重回紧缩交易

**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

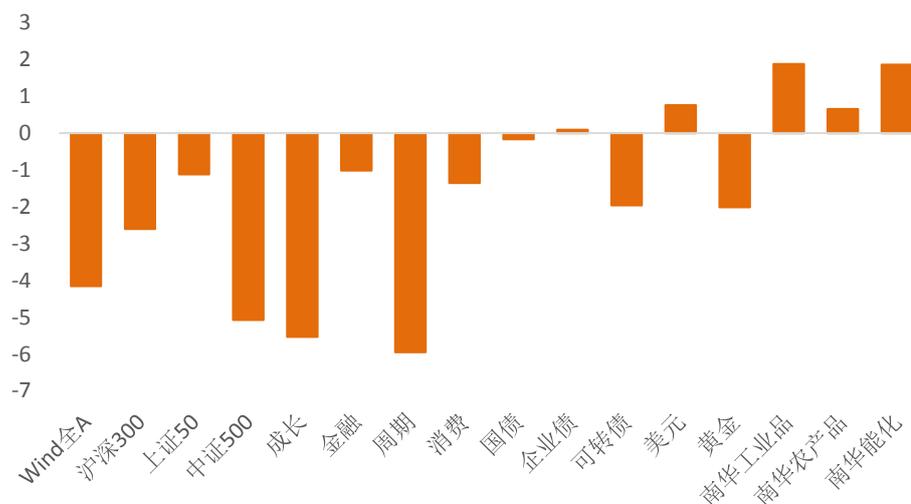
宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人  
linyanyan@tfzq.com

相关报告

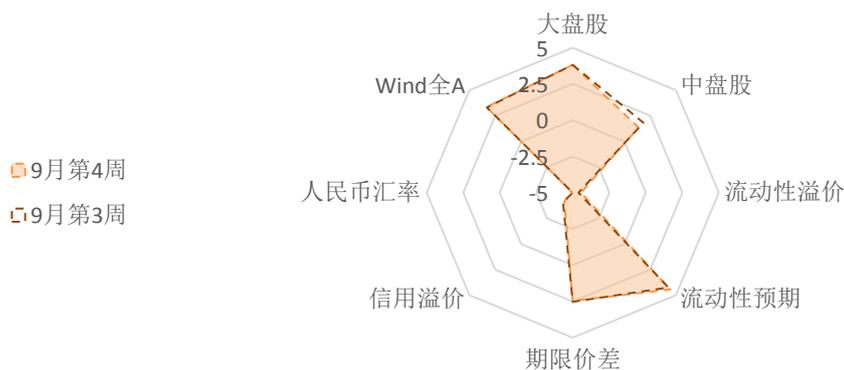
- 1 《宏观报告：联储货币政策考虑政治而非经济-联储货币政策考虑政治而非经济》2022-09-23
- 2 《宏观报告：宏观-8月数据里的中国经济逻辑》2022-09-17
- 3 《宏观报告：风险定价-价值风格的拥挤度持续上升-9月第3周资产配置报告》2022-09-17

图 1：9 月第 3 周各类资产收益率(%)



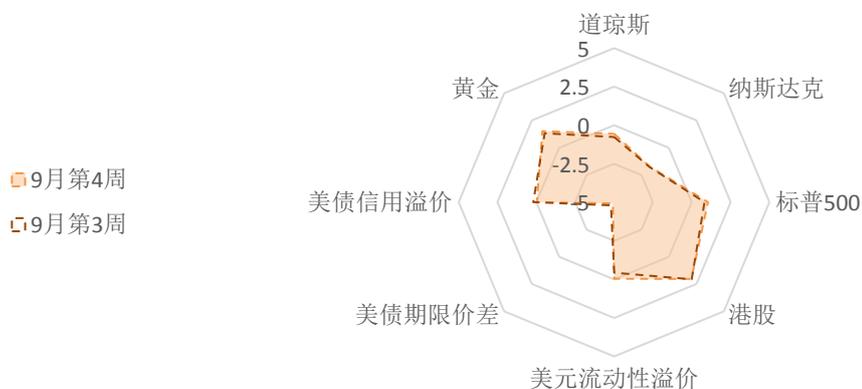
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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：外部环境恶化拖累短期情绪，中期逻辑仍有望回到经济复苏

9月以来，市场处于“内忧外患”的情绪中，内忧是对国内经济复苏的疑虑，外患既有国际关系的复杂性，也有各国央行竞争性加息带来的流动性担忧。

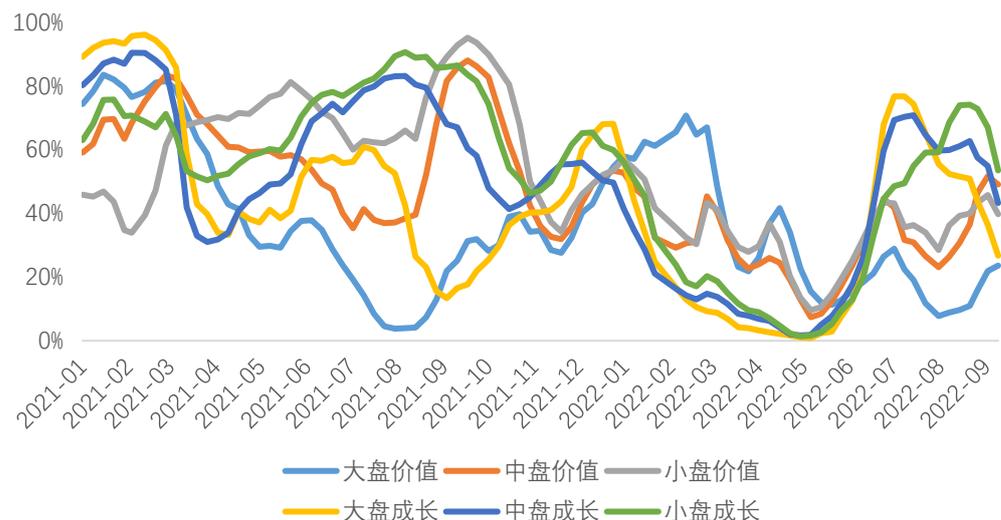
8月经济数据虽然有疫情、高温限电等因素的扰动，制造业投资和消费同比增速超预期，政策发力继续带动基建投资走高，地产竣工链条出现好转迹象。目前全球供给侧的不确定性仍然居高不下，产能转移的趋势较难逆转，出口和制造的非线性变化需要引起重视，疫情对消费压制逐渐减弱，基建将在旺季持续强势（详见《8月数据里的中国经济逻辑》）。整体来看，9-10月经济大概率能延续7-8月的复苏趋势，并且斜率有望提升。

9月第3周，国内新冠疫情有明显改善，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的1336例回落至869例。截止9月16日，全国共有高风险地区持续下降至1208个，中风险地区快速下降至1130个。由于处于中秋假期前后，物流运输出行数据较上周回落明显。9月10日至9月16日铁路货运发运量与上周基本持平（上周环比回升2.35%），高速货运下跌7.42%，持续两周回落，货运航班环比下跌10.79%（上周环比上升2.90%）。民航航班单日执行量与上周基本持平（上周3000-7000班左右）。

风险溢价方面，Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（84%分位，详见图2），上证50与沪深300的估值处于【便宜】水平（88%和88%分位），中证500的估值维持【较便宜】水平（64%分位）。金融估值维持【很便宜】（92%分位），周期估值【很便宜】（95%分位），成长估值【便宜】（91%分位），消费估值【较便宜】（75%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

拥挤度方面，风格之间的差异逐渐平衡，大盘风格（无论是成长还是价值）的交易拥挤度低于中盘和小盘。小盘成长的交易拥挤度下降至中间偏高位（54%分位），小盘成长的拥挤度逐渐回归中性。大盘成长的交易拥挤度自7月中旬持续回落，目前处在27%分位，短期的盈亏比逐渐回升。大盘价值的拥挤度继续回升（24%分位），但仍处在中低位位置。中盘和小盘价值的拥挤度略微下跌至49%和40%分位。

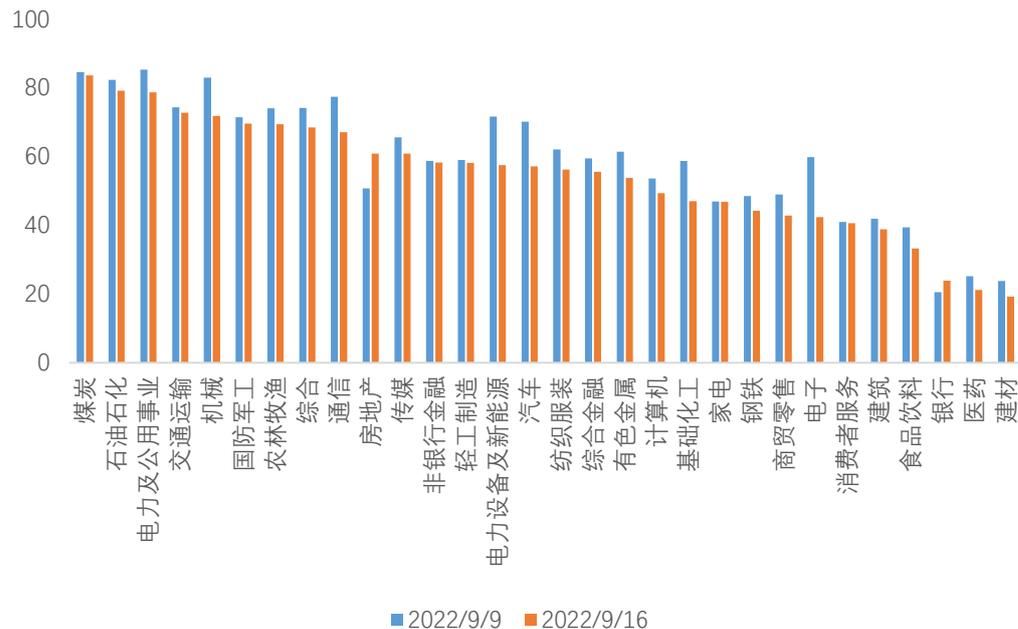
图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

30个一级行业的平均拥挤度相较上周下降了5%，只有两个行业交易拥挤度相较上周提升（地产和银行），其余28个均有不同幅度的下降。电力、煤炭、交通运输、机械及石油石化的拥挤度最高，房地产的拥挤度继续快速回升，食品饮料、医药、建筑建材、银行的拥挤度最低，短期盈亏比较有吸引力。

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

9月第3周，北向资金净流出60.88亿人民币，为近两月最大净流出额。其中，格力电器、隆基绿能及中国平安的净流入规模靠前。南向资金净流入107.7亿港币。恒生指数的风险溢价保持在在70%分位，估值中性偏低。

## 2. 债券：债市变化不大

9月第3周，央行公开市场操作净回笼2020亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（6%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期维持高位（94%分位）。稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变化的路标可能是经济特别是地产数据的连续改善。

9月第3周，期限价差较上周小幅回落，但仍处于偏高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅回落，但仍维持在历史低位（8%分位），中低评级利差仍窄，高评级和中低评级信用债估值都极贵（信用溢价分别处在10%分位和7%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比极低。

9月第3周，债券市场的乐观情绪仍处在中高位置。利率债的短期交易拥挤度较上周小幅回落，但还处在拥挤位置（82%分位），利率债的短期盈亏比仍低。中证转债与信用债的短期交易拥挤度维持回笼，其中中证转债的短期交易拥挤度小幅回落至82%分位。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_46540](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46540)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn