

风险定价-A 股位于便宜且相对超卖的区间内

证券研究报告

2022 年 10 月 11 日

10 月第 2 周资产配置报告

10 月第 1 周各类资产表现：

10 月第 1 周，美股指数下跌约 3%。国内市场也在经历持续下跌，Wind 全 A 下跌了 2.52%，日均成交额小幅回升至 6314.81 亿元。一级行业中，医药，消费者服务及食品饮料表现靠前；石油石化，有色金属及国防军工等表现靠后。信用债指数下跌 0.10%，国债指数下跌 0.45%。

10 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——A 股风险定价状态处于便宜且相对超卖的区间

债券——流动性溢价 5 个月以来首次回到 10%分位上方

商品——OPEC 减产驱动油价快速反弹

汇率——本轮贬值对资金流出影响小

海外——模型预测美债利率已经基本被提前定价

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

linyan@tfzq.com

相关报告

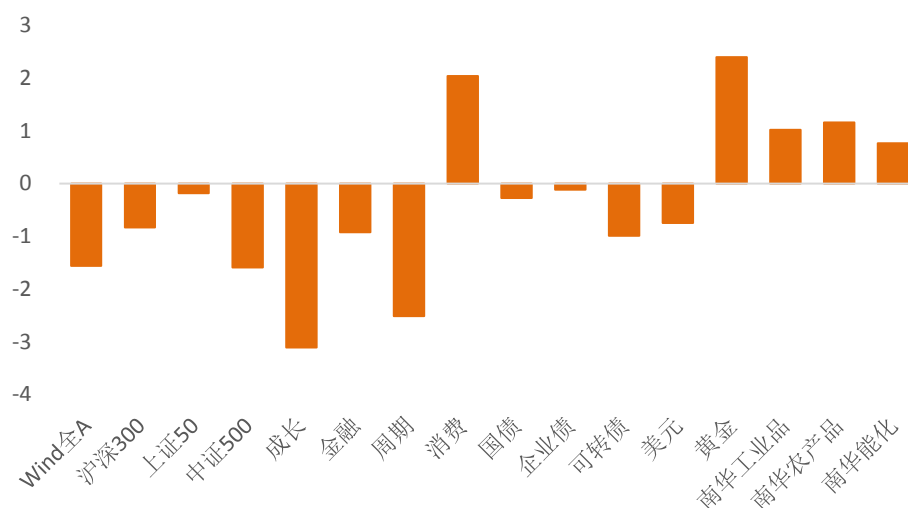
1 《宏观报告：欧洲经济的寒冬有多冷？ - 欧洲经济的寒冬有多冷？》

2022-10-10

2 《宏观报告：宏观-经济是复苏还是衰退》 2022-10-03

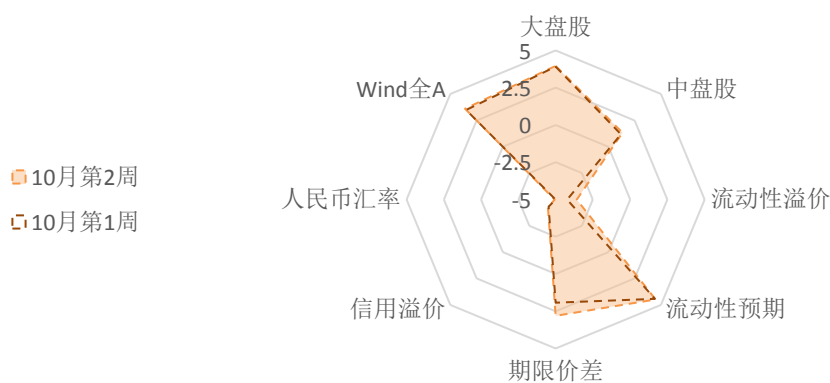
3 《宏观报告：风险定价-分子端稳中向好，不必太过悲观-10 月第 1 周资产配置报告》 2022-10-01

图 1：10 月第 1 周各类资产收益率(%)



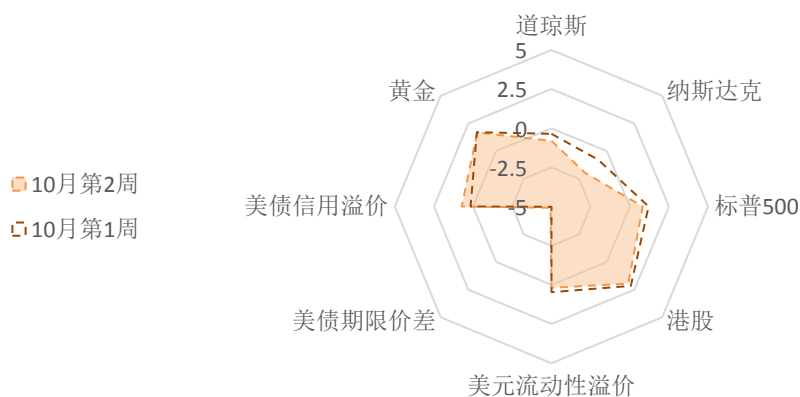
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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

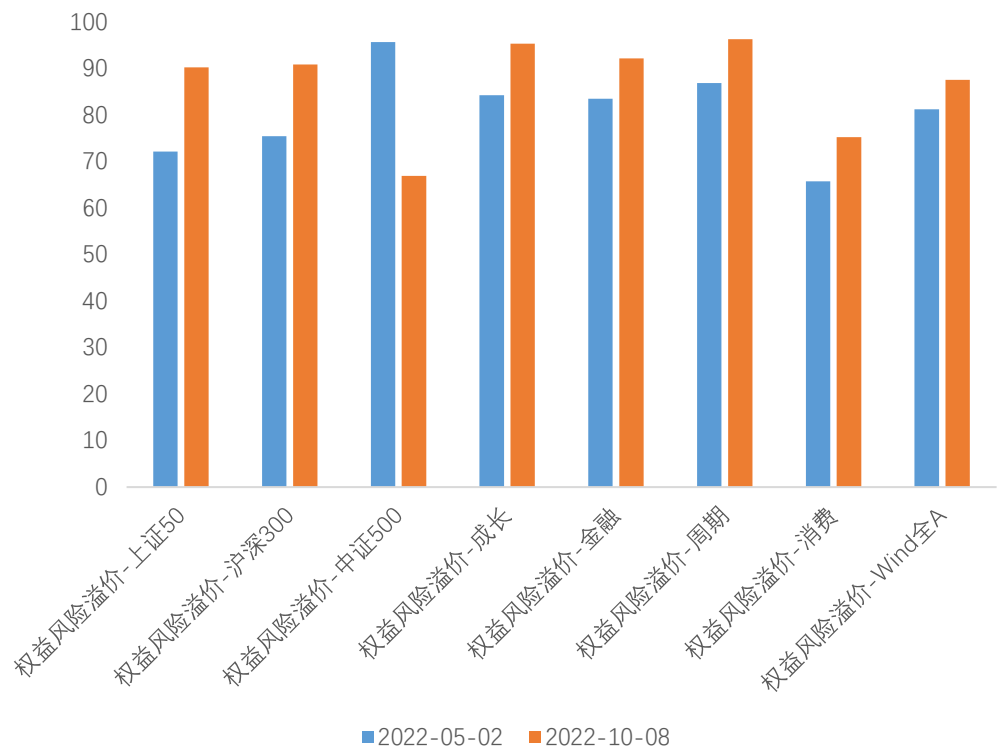
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

1. 权益：A 股风险定价状态处于便宜且相对超卖的区间

从风险溢价来看，A 股目前估值水平全部进入【便宜】区间，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的 ERP 分位数分别为 88%、90%和 91%分位，中证 500 为 67%分位。金融、周期、成长、消费的 ERP 分位数分别为 92%、96%、95%、75%分位。

Wind 全 A 的当前风险溢价处于中位数上方 1.06 个标准差，高于今年 4 月底反弹前的水平。除中证 500 之外，其他的宽基指数和风格指数的风险溢价水平也创下年内新高。当前风险溢价水平可类比的时间是 22 年 4 月底、20 年 5 月和 19 年 1 月，之后市场都出现了全面反弹。其中 19 年 1 月和 20 年 5 月之后的 3 个月，Wind 全 A 分别反弹了 25.41% 和 24.98%。

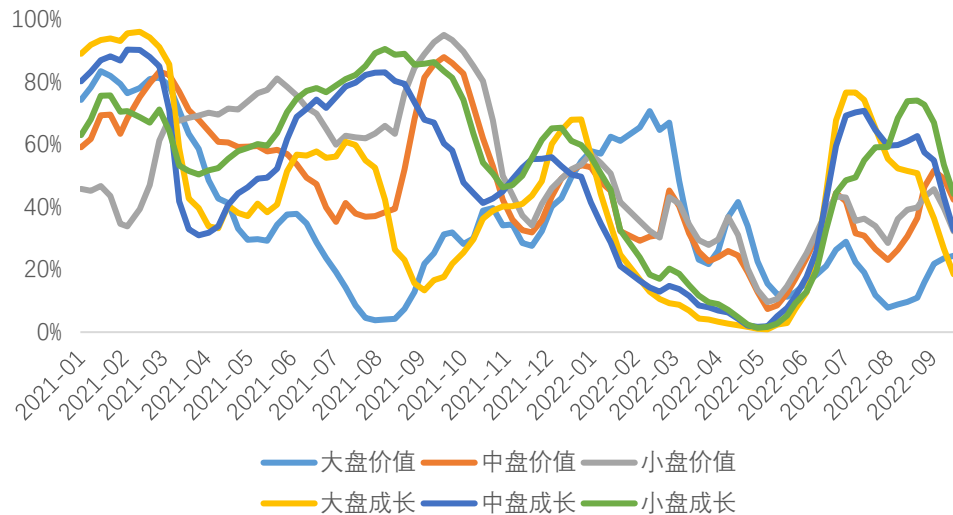
图 4：除中证 500 以外，其他宽基指数与中信风格指数的风险溢价都高于 5 月反弹前，创下年内新高（单位：百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从交易状态来看，A 股所有风格的拥挤度都回到中性下方。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 23%、13%、35%、27%、26%、36%历史分位。当前市场的交易拥挤度相较 4 月底的水平还有一些差距，但也接近 3 月中旬金稳会召开前的超卖水平。

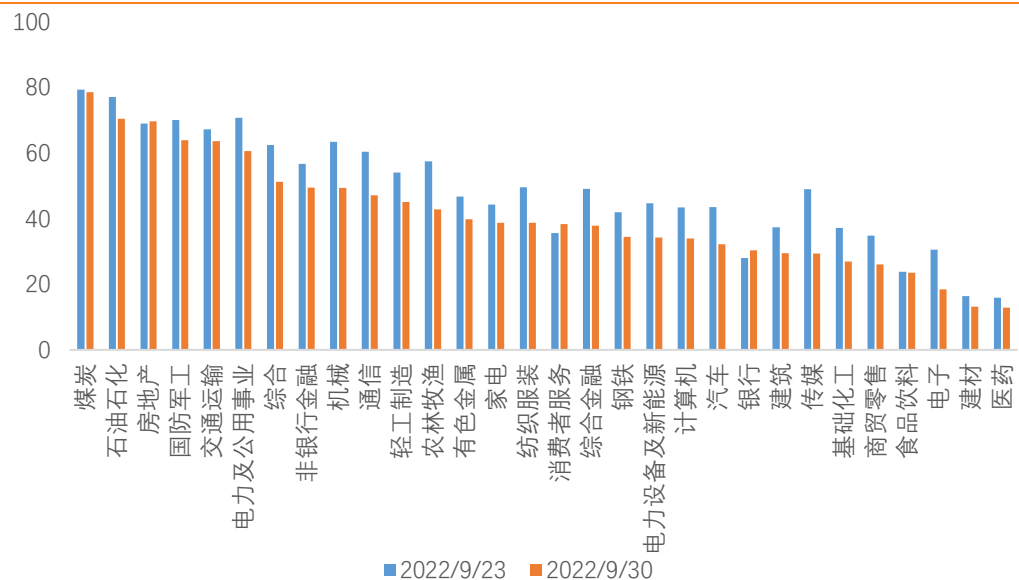
图 5：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国庆前一周，30 个一级行业的平均拥挤度百分位下降至 41%。目前，煤炭、石油石化、地产、军工的拥挤度最高，食品饮料、电子、医药、建材拥挤度最低。

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：流动性溢价 5 个月以来首次回到 10%分位上方

9 月末，流动性溢价略上涨至 14%分位，处于【宽松】水平，时隔 5 个月首次离开 10%分位以下的极低水平。市场对未来流动性收紧的预期维持高位（95%分位）。期限价差回升至偏高位置（78%分位），信用溢价较上周小幅上涨，仍处于历史低位（7%分位）。

利率债的短期交易拥挤度较前一周（9 月第 4 周）有明显回落，处在中性偏高位置（59%分位）。转债与信用债的短期交易拥挤度较上周小幅回落（15%和 41%分位）。转债拥挤度已进入极低水平。

3. 商品：OPEC 减产驱动油价快速反弹

能源品：国庆期间布油价格上涨 15.05%，升至 98.45 美元/桶。10 月 5 日 OPEC+宣布 11 月起减产 200 万桶/日，俄乌战争在管道爆炸后再升级，四季度油气价格可能重复去年冬天的故事，去年四季度欧洲天然气价格从 22.84 上涨至 38.03 美元/百万英热，油价滞

后气价上涨。

基本金属：当前铜油比处于历史相对低位，铜金比处在历史中性水平附近，说明铜的商品属性定价了较高的衰退预期，金融属性定价了中性的紧缩预期。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度上升至 29%分位，铜的投机交易积极性相对较低。

贵金属：从金油比和金铜比的角度来看，目前黄金的估值处在中性附近。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度处在 12%分位的历史低位，但现货 ETF 的持仓量有小幅回升，交易情绪总体稳定在低位。

4. 汇率：本轮贬值对资金流出影响小

国庆期间，在岸美元流动性溢价小幅下跌至 14%分位，但在岸美元流动性依然宽松。相反，离岸美元流动性溢价仍维持在历史高位（90%分位）。流动性溢价的分化表征着美国和非美经济体之间金融条件的差异仍在扩大，在两者收敛之前，美元强势难以逆转。

人民币汇率在国庆节前展开反弹，离岸美元兑人民币汇率下行 0.35%至 7.12，但人民币性价比仍处在历史绝对低位（0.55%分位），本轮贬值已经接近我们给出的第二目标位（7.0 以上），贬值从空间上看逐渐充分，但趋势性升值的时间点仍需等待。（详见《汇率和股市是什么关系？》）

今年前三季度北向资金净流入 522 亿，大幅低于前 5 年平均（2017 年至 2021 年的前三季度北向累积净流入平均值为 1961 亿元）。今年净流出最快的时间集中在 3 月俄乌冲突爆发对中国受制裁担忧加剧的阶段，反而在 8-9 月人民币快速贬值期间，北向资金的波动相对平淡。从 EPFR 数据来看，8-9 月全球资金整体仍呈现出净流入中国权益市场的态势，可见本轮汇率贬值对资金流出的影响相对较小，资金外流和汇率贬值并没有形成恶性循环。

5. 海外：模型预测美债利率已经基本被提前定价

基于美联储 9 月 FOMC 公布的季度经济预测（SEP），我们的美债实际利率模型预测美债 10 年期实际利率（TIPS）的高点为 1.82%，名义利率的高点为 3.91%。从绝对点位来看，实际利率仅剩 10-20bps 的上行空间，名义利率上升的空间已经基本被提前消化。

图 7：从绝对点位来看实际利率仅剩 20bps 的上行空间（单位：%）



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_47133

