

# 风险定价-分子端稳中向好，不必太过悲观

证券研究报告

2022年10月01日

## 10月第1周资产配置报告

9月第4周各类资产表现：

9月第4周，美股指数下跌约1.5%。国内市场表现也不尽如人意，Wind全A下跌了1.77%，日均成交额小幅回升至6529.15亿元。一级行业中，煤炭、石油石化及有色金属表现靠前；建材，电子及医药等表现靠后。信用债指数上涨0.07%，国债指数下跌0.08%。

10月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——不必太过悲观，大盘价值反弹空间更大

债券——转债进入交易拥挤度低区，反弹概率开始加大

商品——紧缩交易主导定价逻辑

汇率——日本零利率，英国宽财政，欧元区最难熬

海外——联储的目标函数发生转变的时点要等到11月中期选举后

**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

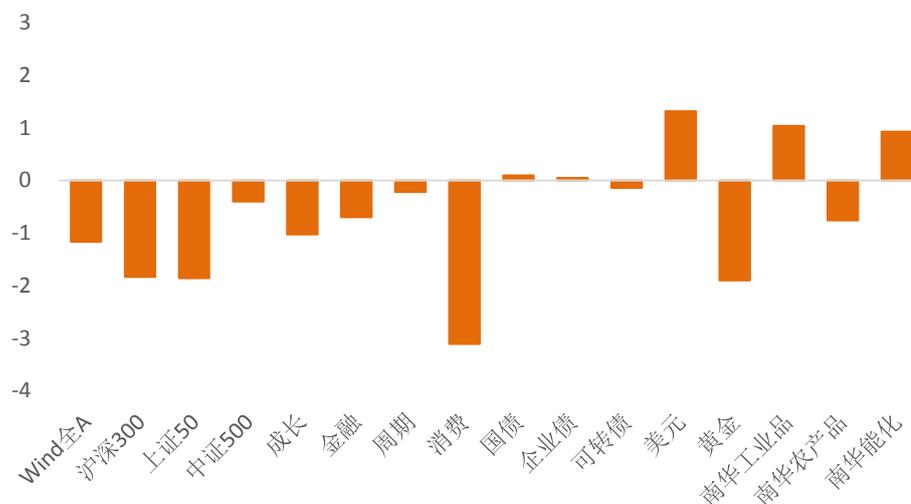
相关报告

1 《宏观报告：宏观-贬值的终点》  
2022-09-29

2 《宏观报告：宏观-消费是不是被低估了？》  
2022-09-24

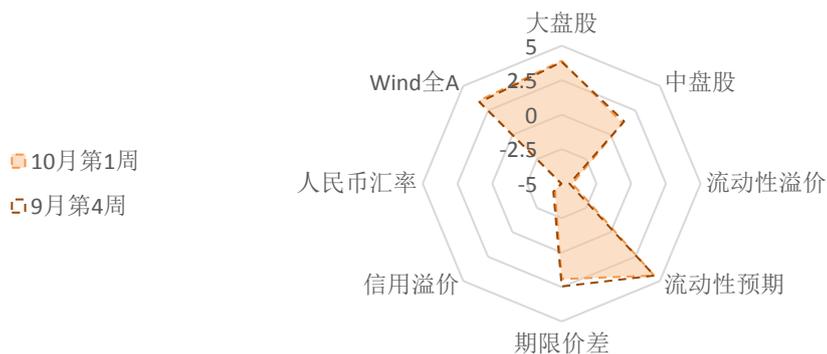
3 《宏观报告：风险定价-中期逻辑仍有望回到经济复苏-9月第4周资产配置报告》  
2022-09-24

图 1：9 月第 4 周各类资产收益率(%)



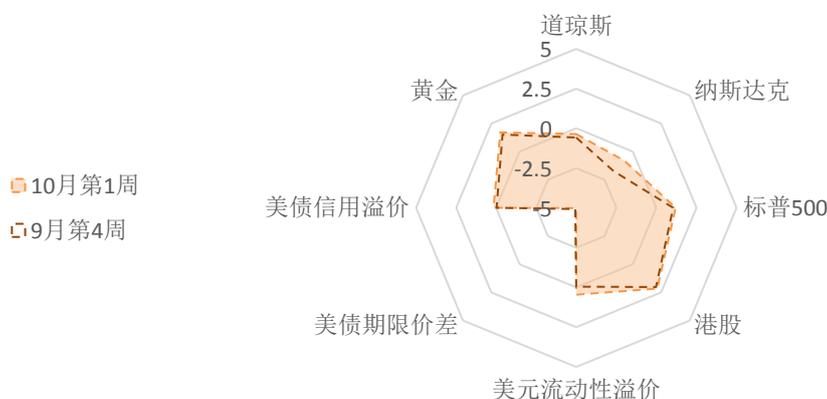
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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。

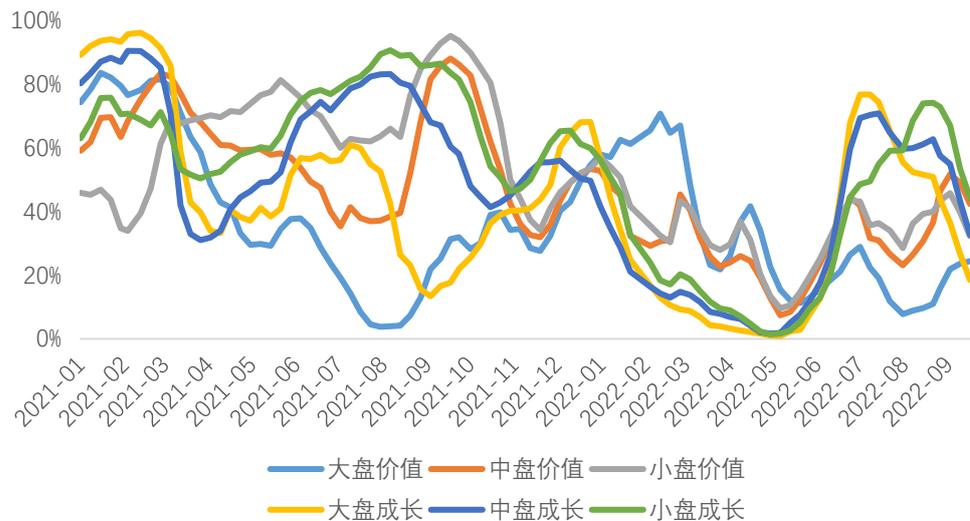
## 1. 权益：不必太过悲观，大盘价值反弹空间更大

9 月第 4 周，国内新冠疫情进一步缓解，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的 869 例稳步回落至 714 例。截止 9 月 23 日，全国共有高风险地区快速下降至 613 个，中风险地区下降至 791 个。中秋节后，物流运输出行数据恢复到正常水平。9 月 16 日至 9 月 23 日铁路货运发运量较上周略微上升 1.75%（上周环比上升 0.01%）；高速货运上涨 19.14%，逆转了回落趋势；货运航班环比上升 10.08%（上周环比下降 10.79%）。民航航班单日执行量回到 5500 班次以上（上周初仅 3000 班次左右）。

风险溢价方面，Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（85%分位，详见图 2），上证 50 与沪深 300 的估值处于【便宜】水平（89%和 90%分位），中证 500 的估值维持【较便宜】水平（62%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【很便宜】（94%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>成长>金融>消费。

拥挤度方面，所有风格拥挤度都回到中性下方，风格之间的差异进一步弥合。大盘价值的拥挤度与上周持平（24%分位），大盘成长快速回落至 19%分位。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。大盘成长和价值都处在 25%分位以下的较低位置，从短期盈亏比的角度来看，吸引力较高。小盘成长的交易拥挤度下降至中性下方（44%分位），中盘成长的拥挤度回落到 33%分位。中盘和小盘价值的拥挤度略微下跌至 42%和 32%分位。

图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）

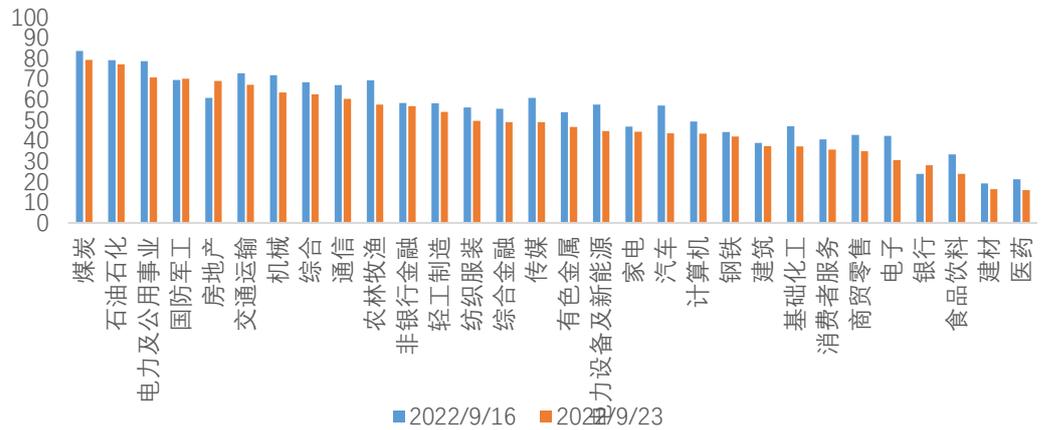


资料来源：Wind，天风证券研究所

30 个一级行业的平均拥挤度分位数相较上周又下降了 5%，只有三个行业交易拥挤度相较上周提升（军工、地产和银行），其余 27 个均有不同幅度的下降。煤炭、石油石化、电力、军工的拥挤度最高，房地产的拥挤度继续快速回升，食品饮料、电子、医药、建材、银行的拥挤度最低，短期盈亏比较有吸引力。

综合行业和风格的交易拥挤度来看，如果未来市场情绪在国内经济改善、外部环境缓和的驱动下回暖，建材、金融、食品饮料等与经济基本面更加相关的大盘价值风格反弹空间更大，同时大盘成长整体的盈亏比也值得重视。

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4周，北向资金净流出61.34亿人民币，与上周基本持平。其中，天齐锂业、立讯精密及陕西煤业的净流入规模靠前。此外，南向资金净流入108.27亿港元，也与上周保持一致。恒生指数的风险溢价保持在72%分位，估值中性偏低。

## 2. 债券：转债进入交易拥挤度低区，反弹概率开始加大

9月第4周，央行公开市场操作净投放920亿，是自7月末以来的首次正值净投放。资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（8%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）。

9月第4周，期限价差已持续两周回落，但仍处于偏高位置（69%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（7%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7%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4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有明显回落，但还处在较拥挤位置（71%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持续回落，分别回落至17%分位和41%分位，转债已经进入拥挤度低区，短期反弹概率正在加大。

## 3. 商品：紧缩交易主导定价逻辑

**能源品：**9月第4周，布伦特油价持续下跌6.59%，收于85.54美元/桶。库存方面，美国战略石油储备也持续减少，较上周下跌1.59%。目前，衰退预期与供给溢价的博弈剧烈，9月FOMC加息75bps且联储鹰派态度加剧让天平再次倒向衰退，目前看来，11月中期选举结束之前难以看到联储鹰派态度的拐点。同时，供给端未来的不确定性主要还

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\\_47408](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47408)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn