

风险定价-中期选举可能是分水岭

证券研究报告

2022 年 10 月 26 日

10 月第 4 周资产配置报告

10 月第 3 周各类资产表现：

10 月第 3 周，美股指数平均上涨 5%。Wind 全 A 下跌了 1%，但日均成交额回升至 7746.20 亿元。一级行业中，计算机，交通运输及国防军工表现靠前；建材，家电及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨 0.15%，国债指数下跌 0.03%。

10 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——拥挤度降至 4 月中旬水平，向年内低点靠拢

债券——债市做多情绪明显回落

商品——黄金超卖程度较高，定价较为极端

汇率——美元流动性内外价差缓慢收敛，强势美元的支撑将减弱

海外——市场从过度紧缩交易又转向宽松交易，预计中选是分水岭

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
linyan@tfzq.com

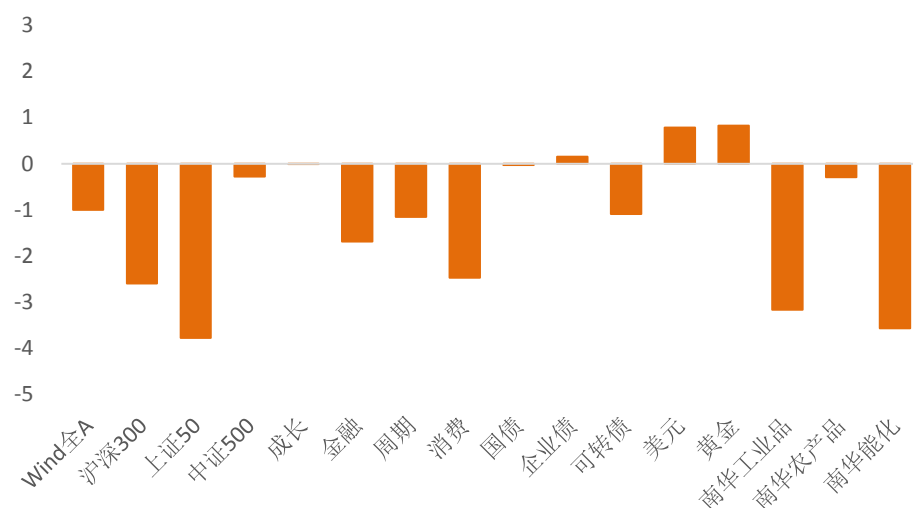
相关报告

1 《宏观报告：宏观-迟到的经济数据》2022-10-25

2 《宏观报告：地产下行的尽头：多少亿平是终点？-中国房地产市场的长期需求测算》2022-10-22

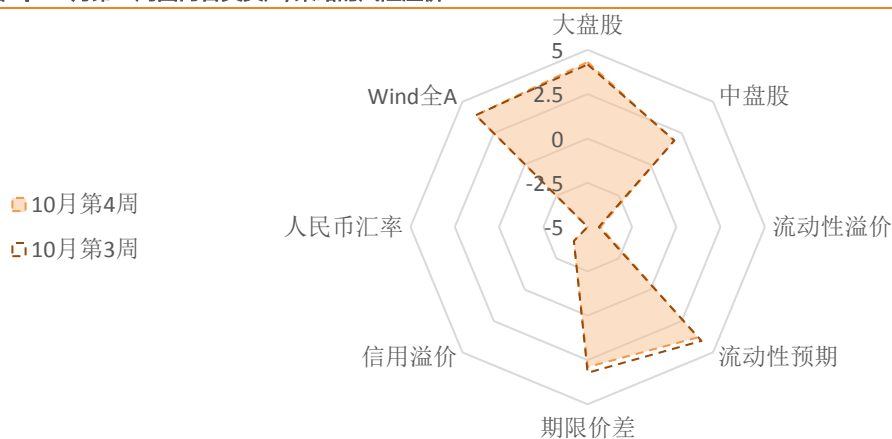
3 《宏观报告：风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹-10 月第 3 周资产配置报告》2022-10-20

图 1：10 月第 3 周各类资产收益率(%)



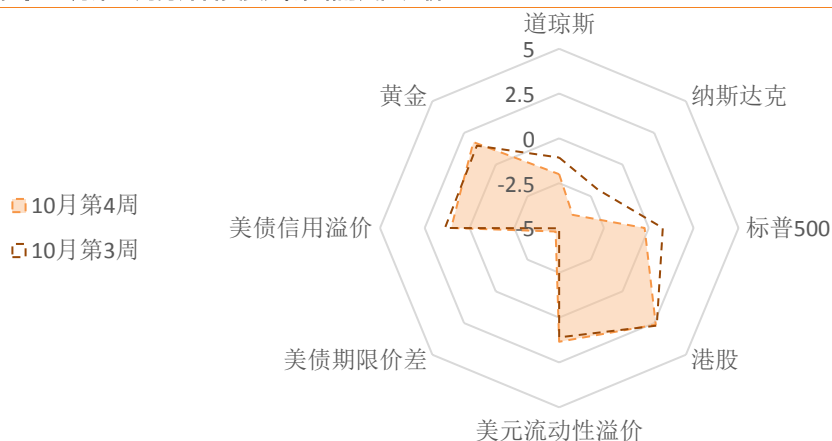
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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。

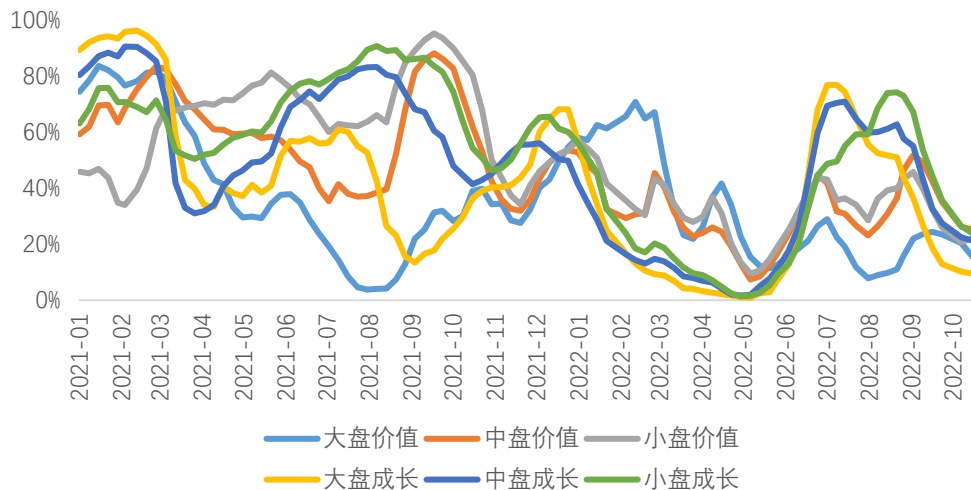
1. 权益：拥挤度降至 4 月中旬水平，向年内低点靠拢

10 月第 3 周，除中证 500 外，其余 A 股的风险溢价进一步上升，估值水平继续向【便宜】区间靠拢，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价分位数为 89%、93% 和 94% 分位，中证 500 为 69% 分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分位数为 94%、97%、96%、76% 分位。除中证 500 外，风险溢价水平再次创下年内新高。当前 Wind 全 A 的风险溢价目前处在中位数上方 1.15 个标准差，市场中期（三个月）性价比很有吸引力。

10 月第 3 周，A 股的拥挤度继续降低，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 15%、9%、25%、21%、22%、24% 历史分位。当前市场的交易情绪已经回到 4 月中旬的水平，并正在进一步向 4 月底的低点靠拢，市场情绪极度悲观。

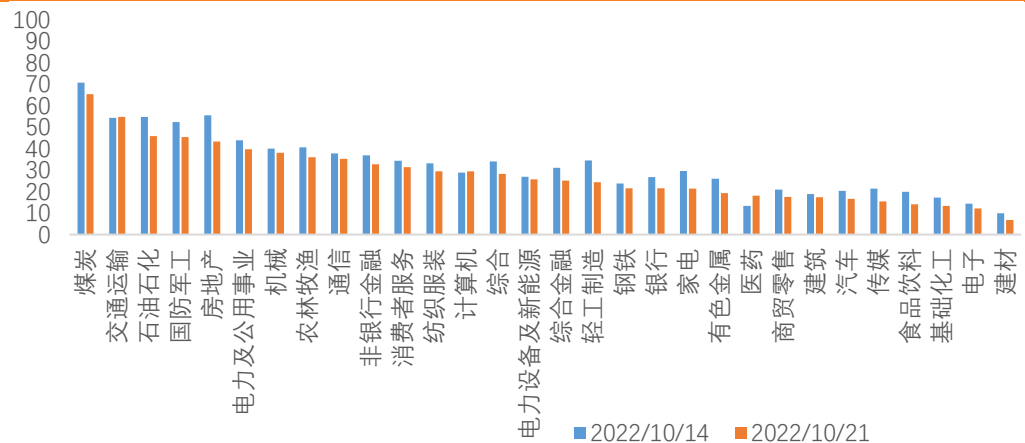
30 个一级行业的平均拥挤度下降至 28% 分位，拥挤度最高的煤炭也仅处于 66% 分位，高于中位数的行业仅有煤炭和交通运输；基础化工、电子、建材的拥挤度最低。资金流向方面，交通运输、建筑、国防军工、综合金融、机械的主动净买入额在一级行业中靠前，有色金属、食品饮料、基础化工、汽车、电新排名靠后。

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

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

2. 债券：债市做多情绪明显回落

流动性溢价小幅回升至 7%分位，处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期有所下降，但仍维持高位（88%分位）。期限价差小幅回落至 79%分位。信用溢价较上周小幅回落，但仍处于历史低位（11%分位）。

利率债的短期交易拥挤度回落明显，跌入中性偏低位置（30%分位）。信用债的短期交易拥挤度也较上周小幅，但仍维持在 40%分位。转债的短期拥挤度出现不同趋势，较上周小幅上涨至 16%分位。

3. 商品：黄金超卖程度较高，定价较为极端

能源品：10 月第 3 周，布油上涨 2.34%至 93.6 美元/桶。原油的交易拥挤度维持在 10%分位的水平，短期性价比显著。美国石油库存（含战略储备）继续创新低，美欧裂解差近几周大幅走高至少证明当前的原油需求还没有出现明显衰退，供求紧平衡仍在延续，原油市场在金融属性单向定价之后，存在反弹机会。

9 月起，欧洲开始加大采购天然气的力度，目前根据欧洲天然气基础设施协会（GIE）的数据，欧洲目前整体天然气的储气率已经达到 93.61%（其中德国高达 97.5%）。欧洲天然气库存接近存储上限，叠加近期欧洲天气温暖，天然气价格开始大幅下跌。我们预计当前天然气过剩的情况将会持续，直到规模较大寒潮来袭。

基本金属：10 月第 3 周，铜价小幅上涨。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，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回落至 27%分位，投机交易情绪相对平淡。

贵金属：COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下降明显，处在 9%分位的历史低位。现货黄金 ETF 的持仓量小幅下降，黄金的短期交易拥挤度处在 4%分位的历史低位，超跌幅度较为显著，如果金融属性边际改善，有较大的反弹空间。近期联储官员开始释放偏鸽的信号，旧金山联储主席戴利表示可以开始讨论降低加息幅度。11 月中期选举结束后联储是否重新开始算“经济账”，将是金融属性反转的重要路标。（详见联储货币政策考虑政治而非经济）

4. 汇率：美元流动性内外价差缓慢收敛，强势美元的支撑将减弱

截止 10 月 12 日，美联储连续 5 周缩表了 888 亿美元，缩表速度再创本轮紧缩周期以来的新高，美联储资产负债表规模降至 8.8 万亿。受缩表加速的影响，10 月第 3 周，在岸美元流动性溢价上涨至 33%分位，继续向中性水平靠近，而离岸美元流动性溢价依然维持历史高位（94%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，近期两者开始收敛，对强势美元的支撑将会减弱。

10 月第 3 周，离岸美元兑人民币汇率上行 0.27%至 7.22，人民币性价比仍处在历史绝

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_47917

