

风险定价-交易拥挤度低位回升

证券研究报告

2022 年 11 月 10 日

11 月第 2 周资产配置报告

11 月第 1 周各类资产表现：

11 月第 1 周，美股指数先上后下。国内市场则在一周内持续反弹，Wind 全 A 上涨了 6.75%，日均成交额上升至 9766.12 亿元。30 个一级行业全部实现上涨，消费者服务，汽车及食品饮料表现靠前；银行，煤炭及房地产等表现靠后。信用债指数下跌 0.03%，国债指数下跌 0.06%。

11 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——交易拥挤度开始低位回升

债券——央行大幅回笼资金，但月初流动性环境仍然有所改善

商品——油价的下方支撑进一步加强

汇率——鲍威尔暗示加息更久更高，在岸流动性进一步趋紧

海外——联储鹰派表态推高远端加息预期

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

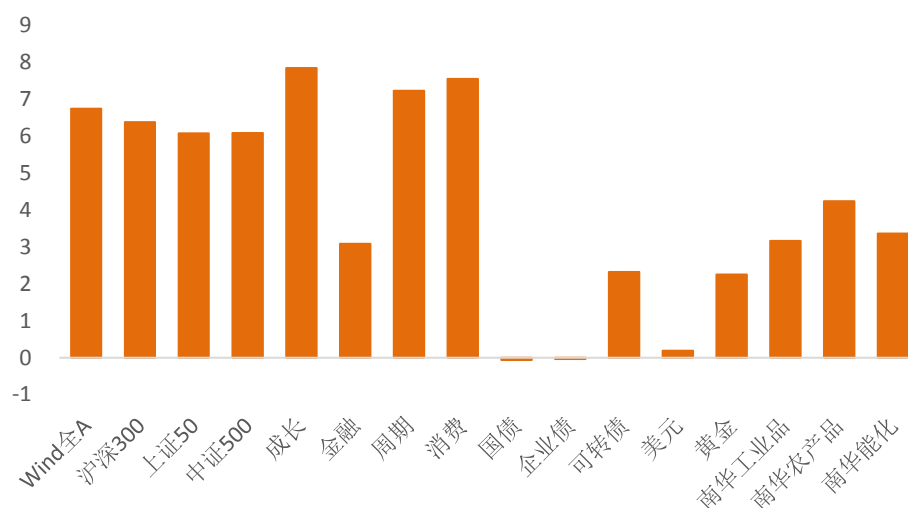
相关报告

1 《宏观报告：四季度的主要交易逻辑》2022-11-04

2 《宏观报告：四问四答：托经济会从哪方面入手？》2022-11-04

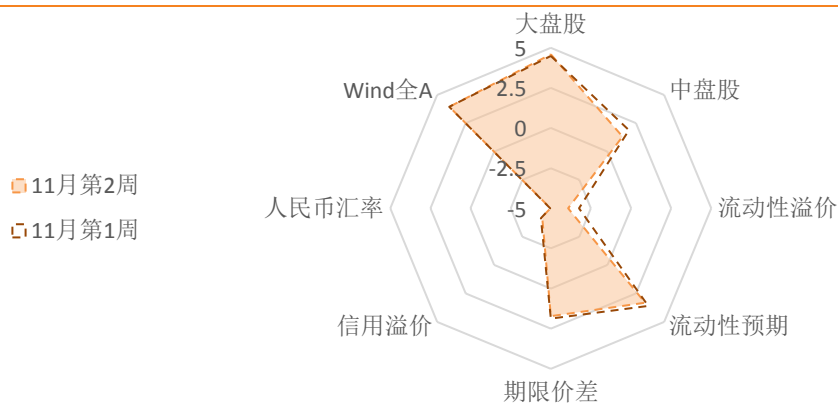
3 《宏观报告：风险定价-内外环境均存在改善可能-11 月第 1 周资产配置报告》2022-11-04

图 1：11 月第 1 周各类资产收益率(%)



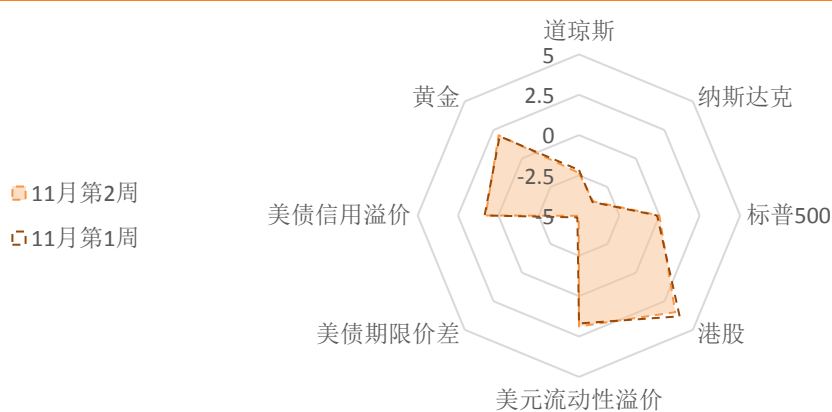
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 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。

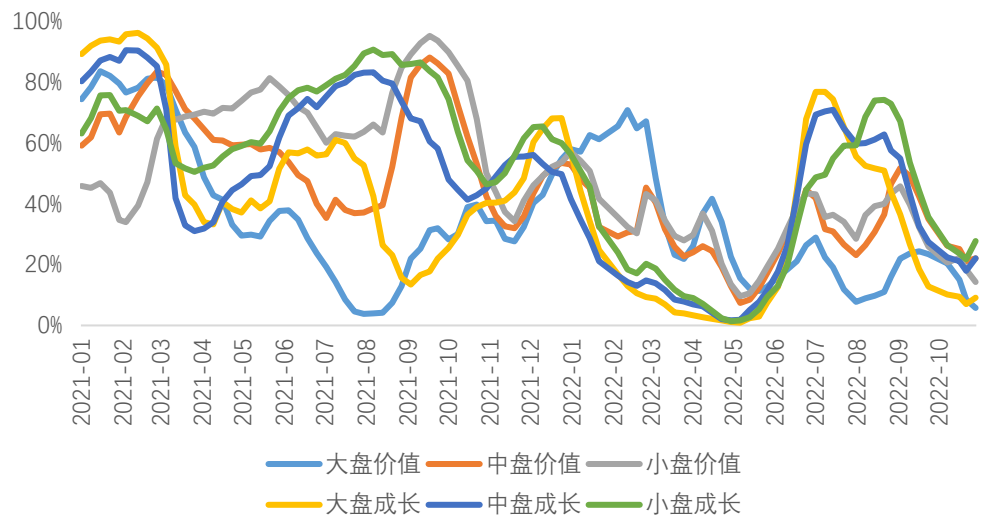
1. 权益：交易拥挤度开始低位回升

11 月第 1 周，A 股的风险溢价整体维持在【极便宜】区间内，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价分位数为 89%、96%和 97%分位，中证 500 小幅下降至 63%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分位数为 97%、96%、95%、84%分位。大盘股的风险溢价水平再次创下年内新高。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 1.2 个标准差水平，中期（三个月）性价比具有吸引力（接近 2014 年年中、2018 年年底、2020 年 4 月水平）。

11 月第 1 周，价值股的拥挤度继续降低，成长股的拥挤度开始从绝对低位回升。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 6%、9%、22%、22%、14%、28%历史分位。当前市场的交易情绪与 4 月中旬的水平持平，需要关注成长交易拥挤度反弹的持续性。

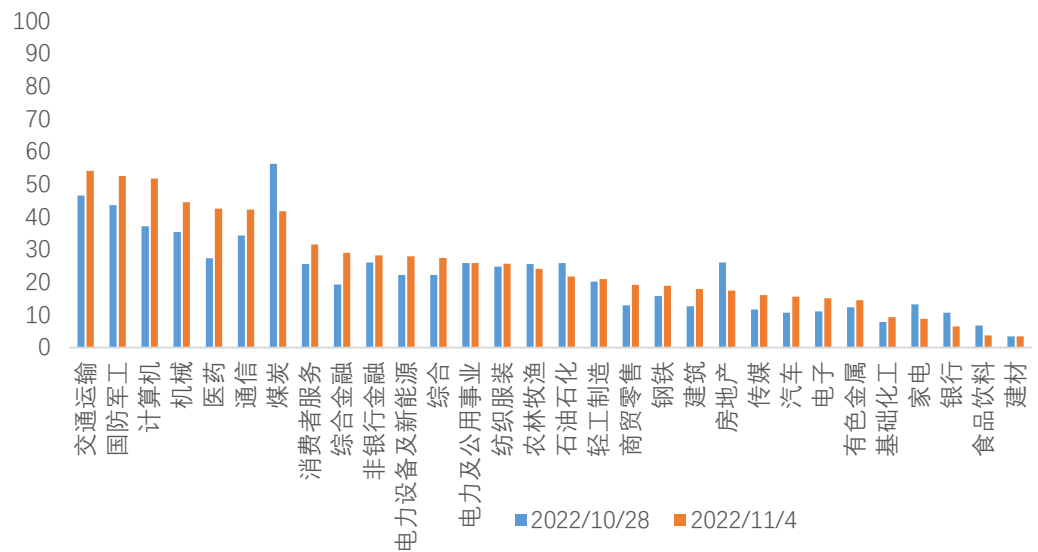
11 月第 1 周，30 个一级行业的平均拥挤度回升至 25%分位，拥挤度最高的交通运输上升至 54%分位，计算机和医药行业拥挤度较上周涨超 10%，银行、食品饮料、建材的拥挤度最低。资金流向转守为攻，30 个一级行业中仅通信、建筑和银行是净卖出，电新、有色、食品饮料、汽车和医药等新旧核心资产的净买入较多。

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：央行大幅回笼资金，但月初流动性环境仍然有所改善

税期叠加跨月需求过峰后，即使 11 月第 1 周央行逆回购到期净回笼 7370 亿元，**流动性溢价仍回落至 11%分位，流动性环境目前处于【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（83%分位）。期限价差小幅回落至 67%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（8%分位）。

利率债的短期交易拥挤度出现反弹，升入中性偏低位置（37%分位）。信用债和转债的短期交易拥挤度也小幅上涨，分别为 42%和 22%分位。

3. 商品：油价的下方支撑进一步加强

能源品：11 月第 1 周，布油上涨 4.87%至 98.75 美元/桶。原油的交易拥挤度快速回升至 27%分位，情绪明显改善。美国石油库存（含战略储备）持续下跌，库存紧张的局面并没有缓解。当前油价下方支撑较强，除 12 月 5 日欧洲对俄制裁生效和 OPEC 大幅减产以外，11 月 2 日美国也宣布了回购 2 亿桶原油补充库存的计划。除了商品属性坚挺以外，原油在金融条件转松的刺激下也存在反弹机会。欧洲天然气过剩的情况仍在持续，预计在规模较大寒潮来袭前，天然气供需局面不会有大的变化。

基本金属：11 月第 1 周，铜价大幅上涨 7.72%。沪铝与沪镍也随之上涨。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

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_48533

