

风险定价-内滞外胀的逻辑开始反转

证券研究报告

2022 年 11 月 14 日

11 月第 3 周资产配置报告

11 月第 2 周各类资产表现：

11 月第 2 周，美股指数强势反弹。Wind 全 A 上涨了 0.20%，日均成交额下降至 9380.03 亿元。30 个一级行业中 9 个行业未能实现上涨，房地产，传媒及建材表现靠前；电力新能源，国防军工及电子等表现靠后。信用债指数下跌 0.18%，国债指数下跌 0.22%。

11 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内滞外胀的逻辑开始反转

债券——跨月之后流动性溢价有所抬升

商品——金融属性率先反弹

汇率——内外合力拉动人民币币值反弹

海外——通胀和中选驱动市场重回衰退主线

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

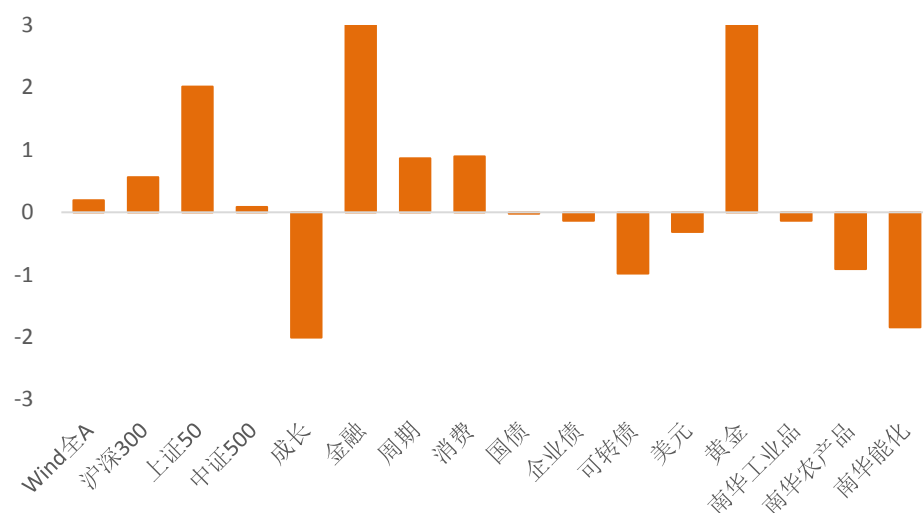
相关报告

1 《宏观报告：宏观-10 月是 7 月的重演吗？》2022-11-12

2 《宏观报告：宏观-谁是劳动力下降的元凶》2022-11-10

3 《宏观报告：风险定价-交易拥挤度低位回升-11 月第 2 周资产配置报告》2022-11-10

图 1：11 月第 2 周各类资产收益率(%)



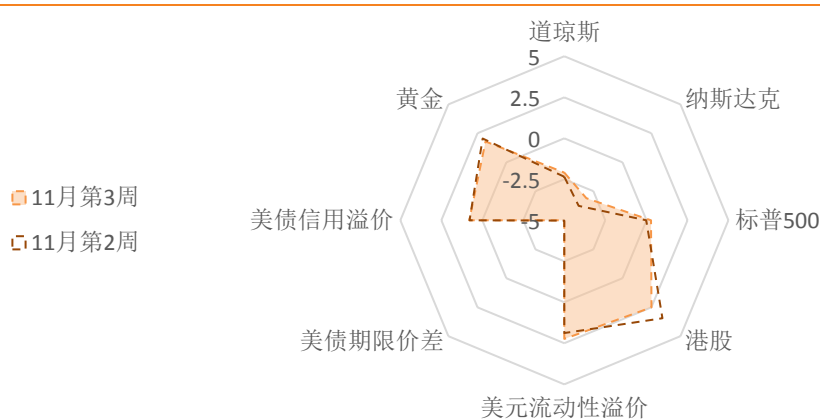
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 月第 3 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 3 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：内滞外胀的逻辑开始反转

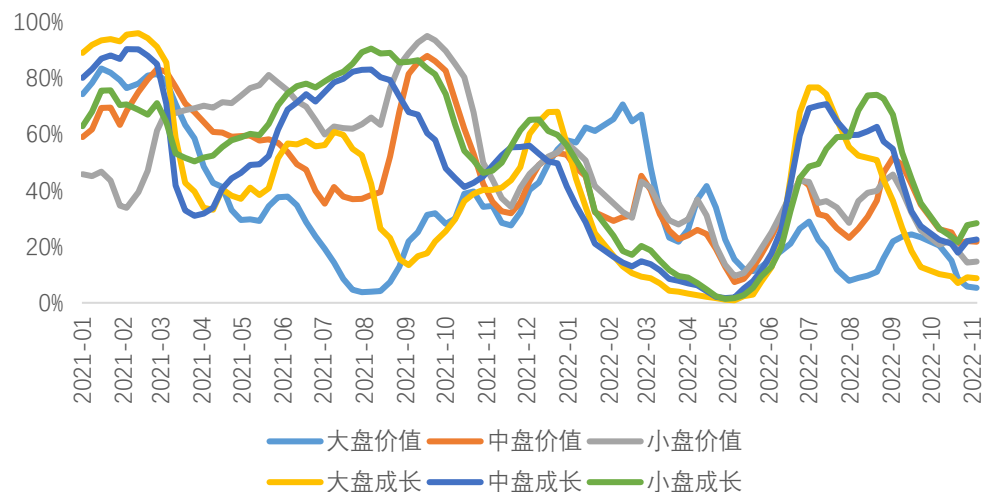
11 月 11 日出台的优化疫情防控“二十条”，我们认为，国内风险资产的盈利预期和风险偏好今年以来受疫情双重约束的定价逻辑开始出现明确反转的信号。11 月 10 日公布的美国 10 月 CPI 和核心 CPI 均低于预期，中选之后联储是否借助通胀压力下降和经济就业压力上升的台阶，顺势放缓货币紧缩节奏和幅度，是近期海外资产定价逻辑是否发生转变的关键验证点。数据公布之后，一些联储官员开始表态支持放缓加息步伐，如费城（今年票委）、堪萨斯城（今年票委）、达拉斯（明年票委）和旧金山（2024 年票委）等地的联储主席。

11 月第 2 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 的风险溢价为 88%、96%和 97%分位，中证 500 小幅下降至 57%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 97%、95%、93%、85%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 1.3 个标准差水平，中期（三个月）性价比接近 2014 年年中、2018 年年底、2020 年 4 月水平，具有很大吸引力。

11 月第 2 周，所有风格指数的交易拥挤度都基本与上期持平。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 5%、9%、22%、23%、15%、28%历史分位。

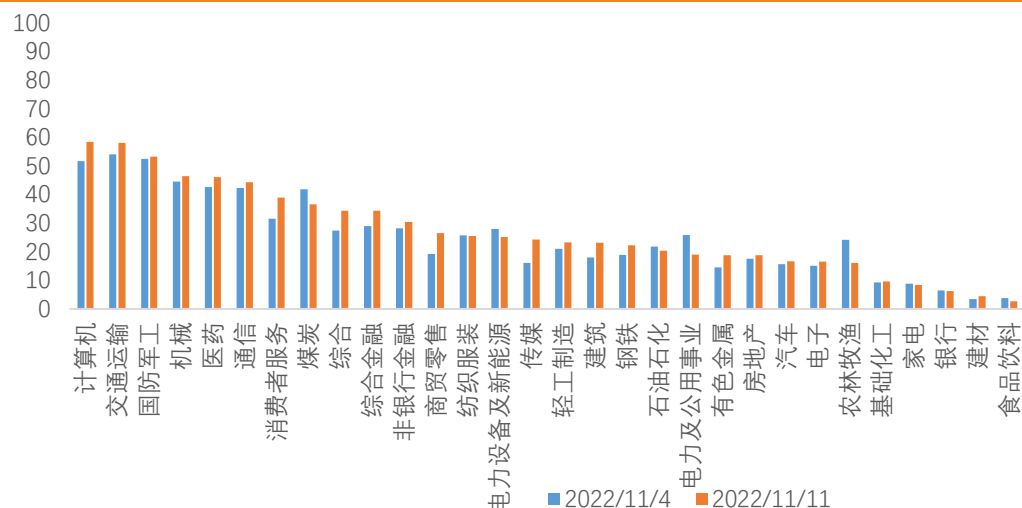
11 月第 2 周，30 个一级行业的平均拥挤度回升至 27%分位，当前拥挤度最高的为计算机、交通运输、国防军工，分别为 58%、58%、53%分位。银行、建材、食品饮料的拥挤度依旧最低。市场情绪逐渐修复，同时受 11 月 8 日交易商协会推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）的消息刺激，资金开始高低切换，前期超跌严重的板块受市场青睐，房地产、非银金融、银行主动净买入额排名靠前，汽车、电子、电新排名靠后。

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：流动性溢价开始脱离极度宽松的水平

10 月金融数据喜忧参半，好消息是积极的财政政策依然是宽信用的有力抓手，坏消息是市场主体的融资需求与 7 月类似，受疫情扰动表现较差。二十条的颁布对未来市场主体预期改善有重要的正面影响，对利率债的做多逻辑和流动性的宽松预期也有重要的反面影响。

11 月第 2 周，央行逆回购到期净回笼 800 亿元，跨月之后流动性改善并不明显，**流动性溢价回升至 14%分位，整体目前仍处于【宽松】水平**。市场对未来流动性收紧的预期略有上升，维持高位（86%分位）。期限价差回落至 58%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（6%分位）。

利率债的短期交易拥挤度目前处在中性位置（46%分位），市场情绪相对中性。可转债的短期交易拥挤度小幅上涨至 28%分位。相比之下，信用债的短期交易拥挤度小幅回落至 39%分位。

3. 商品：金融属性率先反弹

能源品：11 月第 2 周，布油下跌 3.03%至 95.76 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。美国通胀数据超预期回落，国内进一步优化疫情防控，市场风险偏好修复较快，原油的交易拥挤度从 10 月中旬 10%分位的极低位置回升至 17%分位，目前还是相对

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_48817

