

风险定价-市场短期主线还是复苏交易

证券研究报告

2022 年 11 月 23 日

11 月第 4 周资产配置报告

11 月第 3 周各类资产表现：

11 月第 3 周，美股指数窄幅波动。Wind 全 A 上涨了 0.54%，量能有所回升：日均成交额上升至 9925.49 亿元。30 个一级行业中，16 个行业实现上涨，医药，计算机及电子表现靠前；电力新能源，汽车，有色金属及煤炭等表现靠后。信用债指数下跌 0.78%，国债指数下跌 0.62%。

11 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场短期主线还是复苏交易

债券——复苏交易叠加交易去杠杆导致的快速调整

商品——油价下方支撑强，料难快速下跌

汇率——北向资金单周净流入创年内次高

海外——市场又按下了衰退交易的暂停键

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

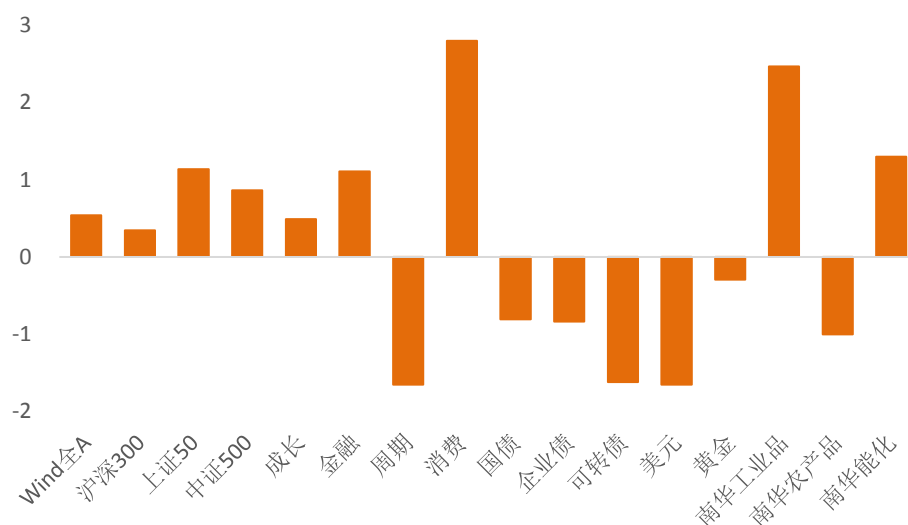
相关报告

1 《宏观报告：地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》
2022-11-21

2 《宏观报告：风险定价-内滞外胀的逻辑开始反转-11 月第 3 周资产配置报告》2022-11-14

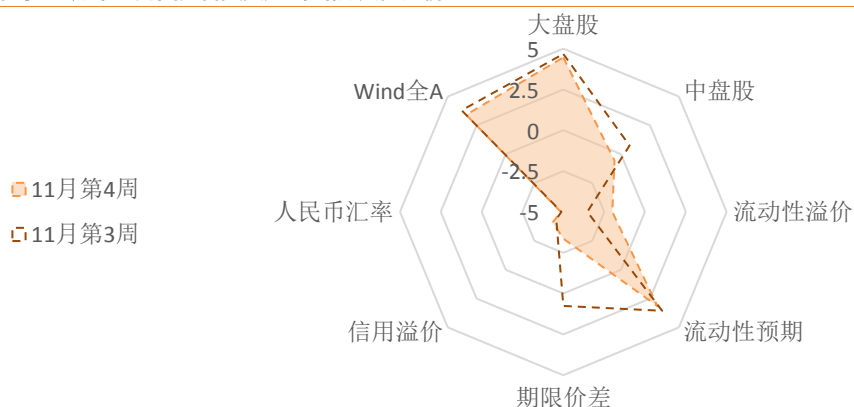
3 《宏观报告：宏观-10 月是 7 月的重演吗？》2022-11-12

图 1：11 月第 3 周各类资产收益率(%)



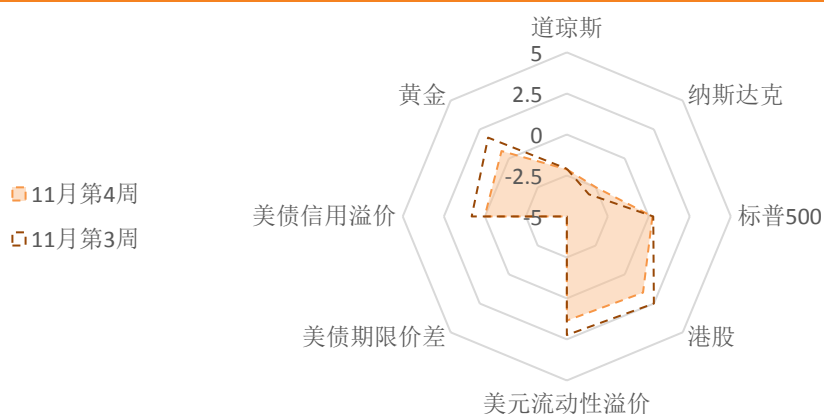
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 月第 4 周海外各类资产/策略的风险溢价



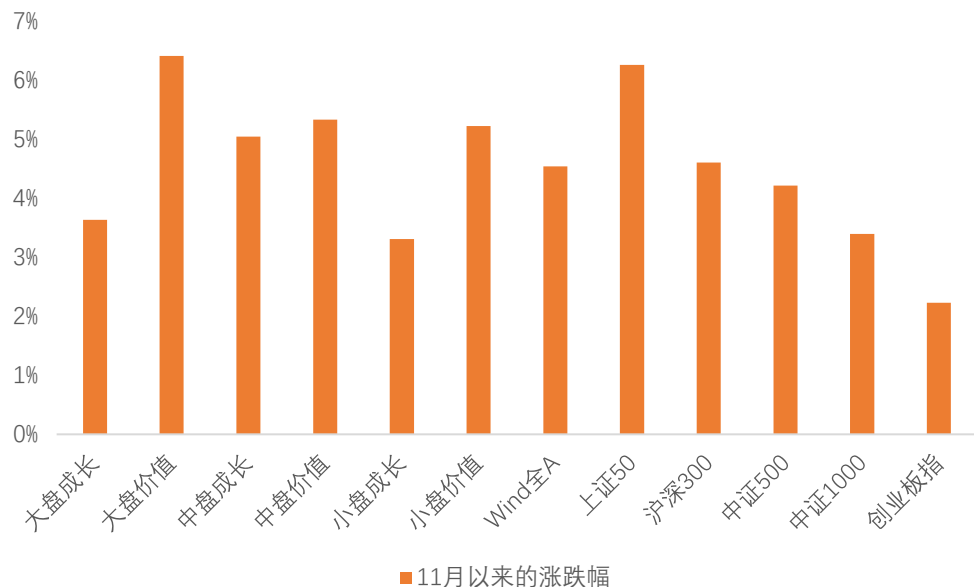
资料来源：Wind，天风证券研究所

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：市场短期主线还是复苏交易

随着“二十条”和央行支持民营房企融资政策（“16 条”）的颁布，市场对疫情优化和地产企稳的预期兑现，情绪逐渐乐观。11 月 1 日-18 日，Wind 全 A 上涨 4.54%，风格上，大盘价值反弹最多。需要注意的是，**疫情防控政策优化与地产放松带来的是经济复苏预期**，未来经济基本面的修复兑现后，**流动性也将逐步退出极度宽松的状态向中性偏松靠拢**。

图 4：11 月以来的反弹中，大盘比小盘反弹更多，价值比成长反弹更多



资料来源：Wind，天风证券研究所

11 月 1 日-18 日，10 年期国债利率上行近 20bp，1 年期国债利率上行超 40bp。2002 年至今，中债国债指数与 Wind 全 A 收益率的平均相关性为-17%（详见图 5），但是并不稳定。随着主要定价矛盾的变化，股债相关性也会发生变化，当主要矛盾是“经济与通胀”时，股债整体呈现负相关；当主要矛盾是流动性时，股债整体呈现正相关；当主要矛盾是风险偏好时，股债呈现负相关。

经济复苏仍是当前市场的短期交易主线，我们预计股债的负相关性还会延续。与经济增速更相关的价值风格（如沪深 300 和中证红利）与利率债的负相关性更加显著，成长风格（创业板指）与利率债的相关性较弱。

图 5：与经济增速更加相关价值风格（如沪深 300 和中证红利）和债券的负相关更加显著，而成长风格（创业板指）与债券走势相关性较弱。

	中债国债 全财富指 数	中债企业 债全财富 指数	沪深 300	wind 全 A	创业板指	中证红 利
中债国债 全财富指 数	100%	81%	-19%	-17%	-4%	-22%
中债企业 债全财富 指数	81%	100%	-23%	-18%	0%	-20%
沪深 300	-19%	-23%	100%	95%	67%	94%
wind 全 A	-17%	-18%	95%	100%	81%	93%
创业板指	-4%	0%	67%	81%	100%	58%
中证红利	-22%	-20%	94%	93%	58%	100%

资料来源：Wind，天风证券研究所

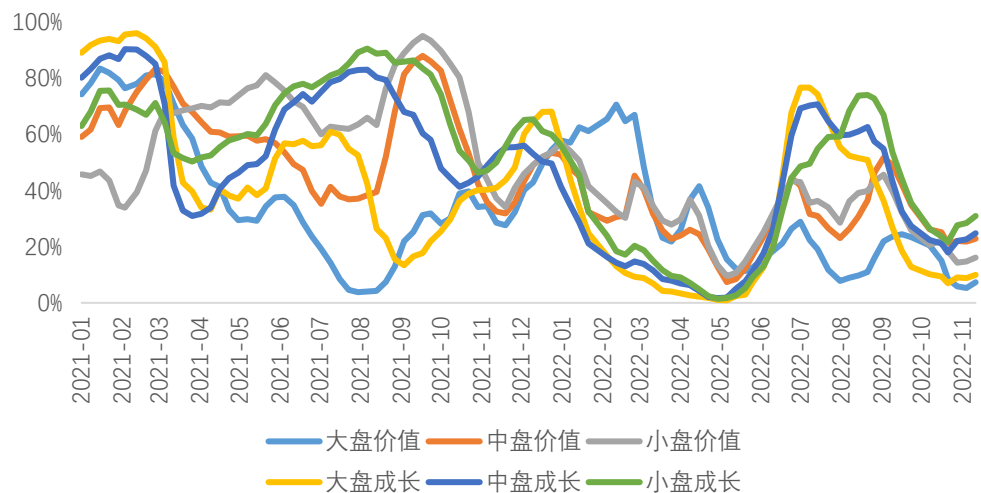
11 月第 3 周，A 股的风险溢价整体维持在【极便宜】区间内。随着债券利率调整，权益风险溢价分位较上周小幅下降。其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价为 84%、95%和 95%分位，中证 500 下降至 44%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 94%、90%、85%、83%分位。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 1.2 个标准差水平，中期（三个月）性价比接近 2014 年年中、2018 年年底、2020 年 4 月水平，中期配置吸引力仍大。

11 月第 3 周，交易拥挤度较上周小幅上升。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 7%、10%、23%、25%、16%、31%历史分位。本轮情绪改善的过程中（10 月底至今），中盘成长与小盘成长的交易拥挤度改善幅度较高，分别反弹了 7%与 9%，大盘成长拥挤度反弹了 3%，价值指数的交易拥挤度改善并不明显。

11 月第 3 周，30 个一级行业的平均拥挤度回升至 30%分位，30 个行业中有 23 个行业回升，市场情绪继续稳中向好。当前拥挤度最高的为计算机、交通运输、医药，分别为 65%、55%、55%分位。银行、建材、食品饮料的拥挤度依旧最低。市场情绪继续回暖，疫情防控与信创主题相对更受市场青睐，医药、电子、计算机主动净买入额排名靠前，有色金属、电新、房地产排名靠后。

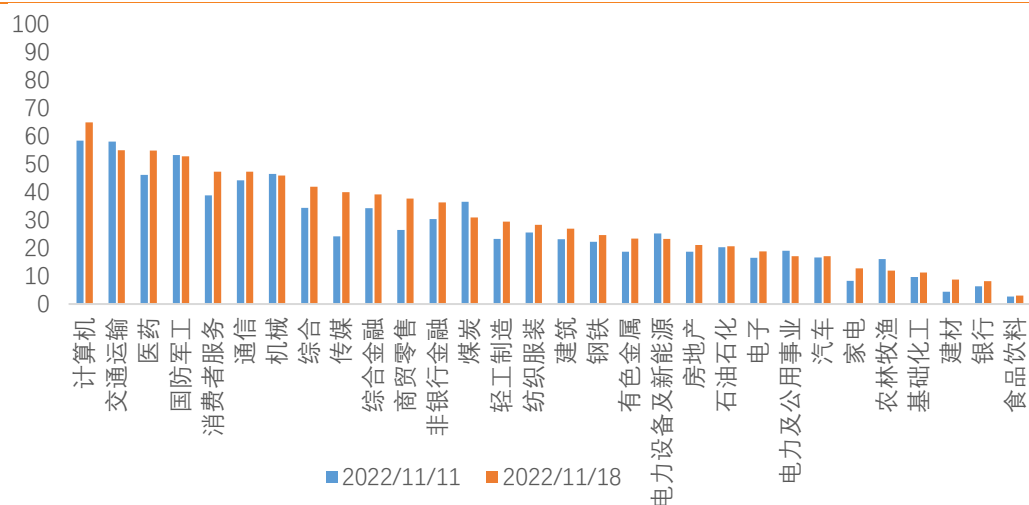
11 月第 3 周，周度北向资金净流入创年内次高（322.83 亿人民币，仅少于 6 月第 2 周的 368.30 亿），流入速度相较前周明显上升，北向资金情绪好转显著。

图 6：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 7：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：复苏交易叠加交易去杠杆导致快速调整

在上一期风险定价系列《内滞外胀的逻辑开始反转》中，我们提示“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 3 周，债券市场开始了剧烈调整，资金价格大幅上行，一年期银行存单利率上行 22bp，10 年期国债收益率上行近 10bp，信用溢价回升。短期的调整的原因既有防疫政策调整和地产供给端政策加码之后对经济基本面的回暖预期，也存在之前杠杆水平较高，看多交易瓦解带来的市场面因素。

今年 4 月开始银行间质押式回购成交量不断上升，并在 9 月创下历史新高，之后一直在高位震荡。随着本轮债市调整，回购的成交量快速回落至今年 4 月的水平。同时，银行间同业拆借的成交量也有明显下降，未来定价回归基本面，利率有望逐渐企稳。

11 月第 3 周，央行逆回购到期净投放 2180 亿元，**流动性溢价回升至 30%分位，整体目前仍处于【较宽松】水平，但较前期收紧明显。**市场对未来流动性收紧的预期略有下降，但仍维持高位（82%分位）。期限价差大幅回落至 16%分位，久期策略性价比来到低位。信用溢价较上周小幅反弹至 9%分位。

利率债的短期交易拥挤度回落至中性偏低位置（35%分位），市场情绪相对消极。可转债的短期交易拥挤度小幅上涨至 30%分位，信用债的短期交易拥挤度回落至 26%分位。

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_49212

