

风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

证券研究报告

2022 年 12 月 09 日

12 月第 2 周资产配置报告

12 月第 1 周各类资产表现：

12 月第 1 周，美股指数小幅上涨。Wind 全 A 上涨 2.44%，日均成交额上涨至 9165.51 亿元。30 个一级行业中 29 个行业实现上涨，消费者服务、食品饮料和商贸零售表现靠前；钢铁、电力及公用事业和煤炭等表现靠后。中证企业债指数下跌 0.23%，中证国债指数下跌 0.26%。

12 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

债券——流动性环境与极度宽松区间渐行渐远

商品——商品金融属性反弹

汇率——人民币开启升值周期

海外——美债市场对紧缩交易相对钝化，中选后应更多关注联储对加息节奏的直接表态

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

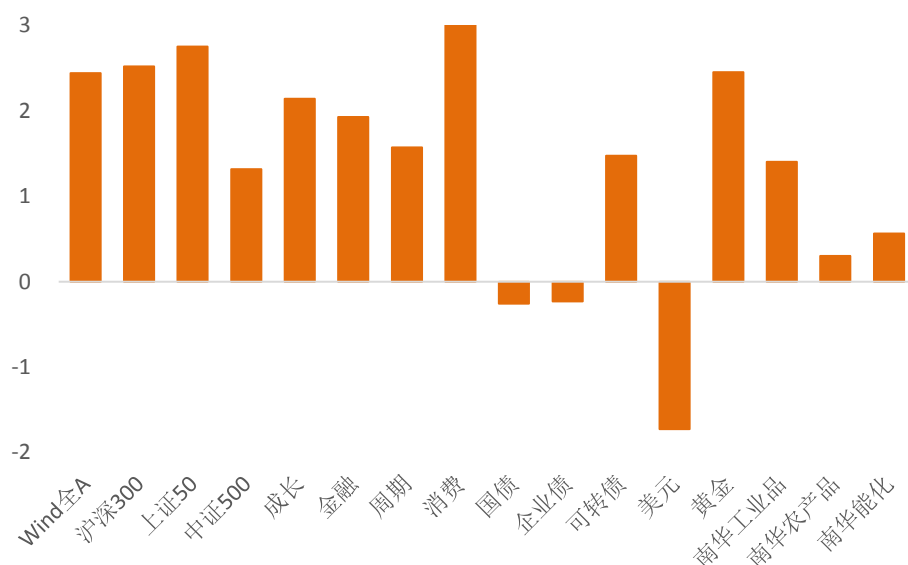
相关报告

1 《宏观报告：向内生动能要增长-12 月政治局会议解读》2022-12-08

2 《宏观报告：大盘价值仍处在超配区间—22 年 11 月-23 年 1 月资产配置报告》2022-12-02

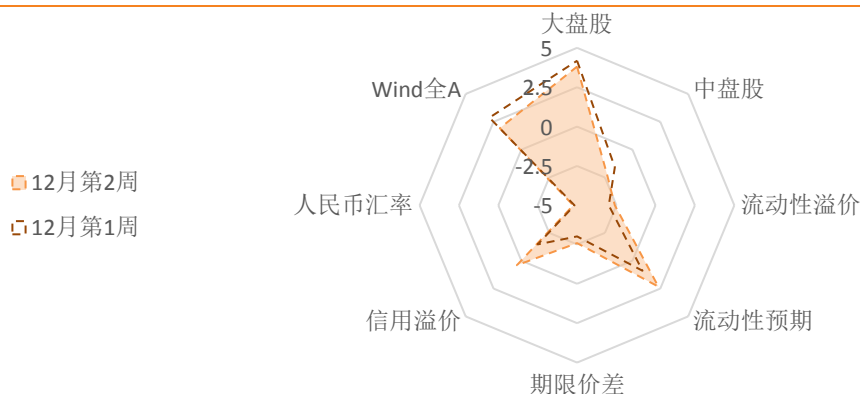
3 《宏观报告：宏观-消费的黎明之前》2022-11-25

图 1：12 月第 1 周各类资产收益率(%)



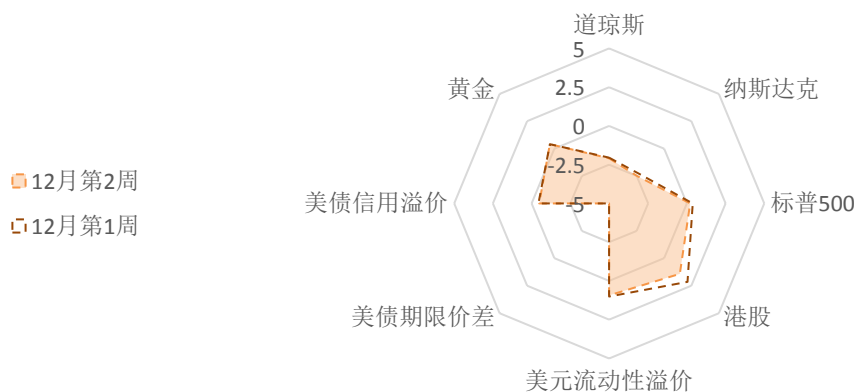
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”

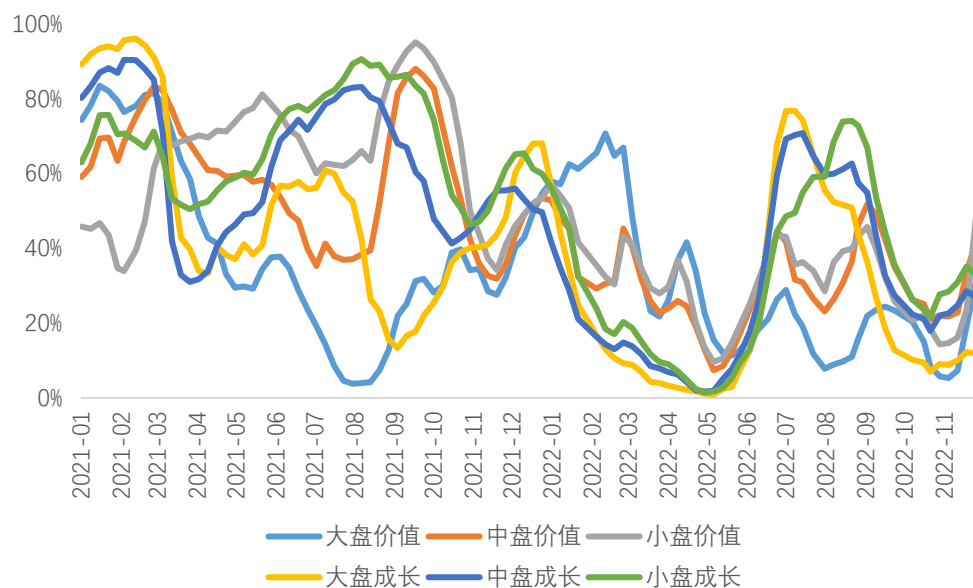
当前的强预期和弱现实，与去年底和今年中类似。现实方面，11月PMI继续在荣枯线以下，其中新订单指数滑落较快，高频数据的工业生产和出口也均出现下滑。预期方面，防控优化和地产供给端政策支持进一步出台，市场对明年经济经历短期震荡之后的复苏预期更加强烈。如我们在11月23日发布的报告《风险定价-市场短期主线还是复苏交易》中所言，“国内市场的短期主线还是复苏交易”。

12月第1周，A股的风险溢价整体持续回落，已从【极便宜】跌入【较便宜】区间。其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价分别下降至69%、88%、85%，中证500的风险溢价已降至中性下方。Wind全A的风险溢价处在中位数以上0.66个标准差水平，性价比持续向中性回归。金融、周期、成长、消费的风险溢价分别为86%、77%、73%、69%分位。

12月第1周，价值股的交易拥挤度均大幅上涨，中小盘成长股的交易拥挤度小幅下降。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31%、12%、42%、27%、48%、33%历史分位。

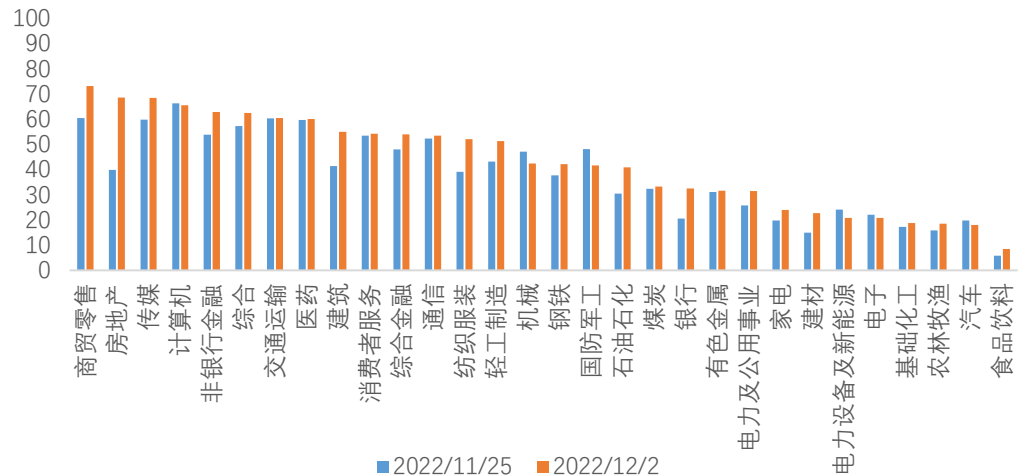
12月第1周，30个一级行业的平均拥挤度上升至43%分位。当前拥挤度最高的为商贸零售、房地产和传媒，拥挤度最低为农林渔牧、汽车、食品饮料，复苏交易的主线延续，食品饮料、非银金融的净主动买入排名靠前，但地产排名靠后。

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：流动性环境与极度宽松区间渐行渐远

12 月第 1 周，央行逆回购到期净投放 2940 亿元，流动性溢价回升至 24%分位，整体目前仍处于【宽松】水平，尽管疫情单日新增感染人数已经超过 4-5 月高峰，但资金面恐难回到 4 月-8 月极度宽松的水平。市场对未来流动性收紧的预期回升至中性偏上方（73%分位），期限价差小幅上涨至 24%分位，信用溢价大幅反弹至 54%分位。

利率债与信用债的短期交易拥挤度持续下行，处于历史低位（11%分位与 9%分位），债券市场的情绪相对消极。可转债的短期交易拥挤度依旧稳定小幅上涨，处于 36%分位。

3. 商品：商品金融属性反弹

能源品：12 月第 1 周，布油上涨 1.88%至 85.42 美元/桶，终止持续三周的下跌，原油的交易拥挤度回落至 15%分位。欧洲俄油禁令周一正式生效，12 月 OPEC+会议继续维持减产计划，短期内供给端难有增量，叠加欧洲将迎来今冬首个寒潮，油价下方支撑较强。维持油价震荡偏强的判断。

基本金属：12 月第 1 周，金属价格普遍上涨。沪铜上涨 5.79%，沪铝上涨 2.01%，沪镍上涨 5.30%。铜对衰退预期的定价相对中性（铜金比处于中性位置），对紧缩预期定价更为充分（铜油比处在较低位置），由于铜的金融属性更被低估，本轮铜价反弹的弹性也大于铝和镍。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度下降至 45%分位，投机交易情绪中性。

贵金属：黄金的短期交易拥挤度继续快速攀升至 59%分位，短期市场情绪回到中性上

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_50005

