

风险定价-复苏交易主线行业的拥挤度状态

证券研究报告

2022 年 12 月 29 日

12 月第 5 周资产配置报告

12 月第 4 周各类资产表现：

12 月第 4 周，美股指数涨跌互现。Wind 全 A 下跌 4.27%，量能明显下降，日均成交额下跌至 6431.69 亿元。30 个一级行业中仅消费者服务实现上涨，除此之外传媒和食品饮料表现相对靠前；电子、电力设备及新能源、钢铁和建筑等表现靠后。信用债指数小幅上涨 0.30%，国债指数上涨 0.37%。

12 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易主线行业的拥挤度上升速度开始放缓

债券——债市交易拥挤度开始低位反弹，本轮调整或接近尾声

商品——美油库存下降速度超预期，油价开始反弹

汇率——日央行意外调整 YCC 上限影响全球流动性

海外——核心 PCE 回落但难改联储的两难局面

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

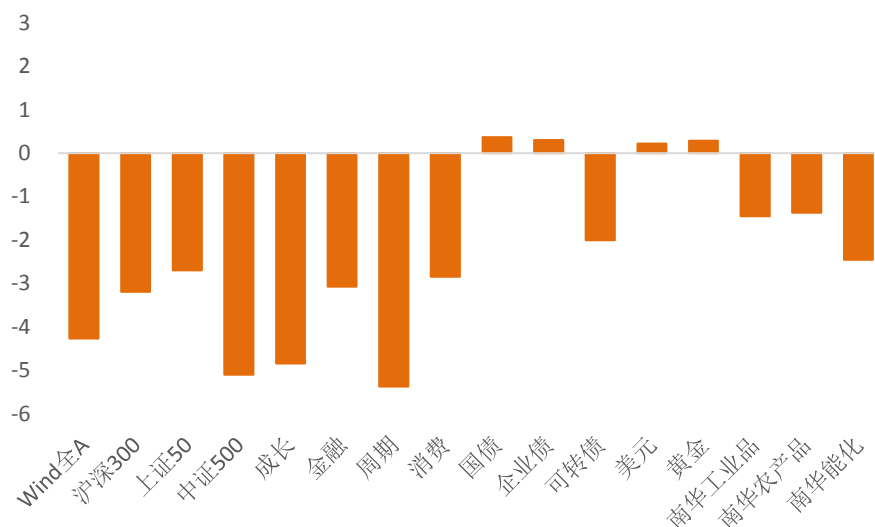
相关报告

1 《宏观报告：日本央行意外加息的影响 - 日本央行意外加息的影响》
2022-12-23

2 《宏观报告：风险定价-复苏交易迎来挑战-12 月第 4 周资产配置报告》
2022-12-21

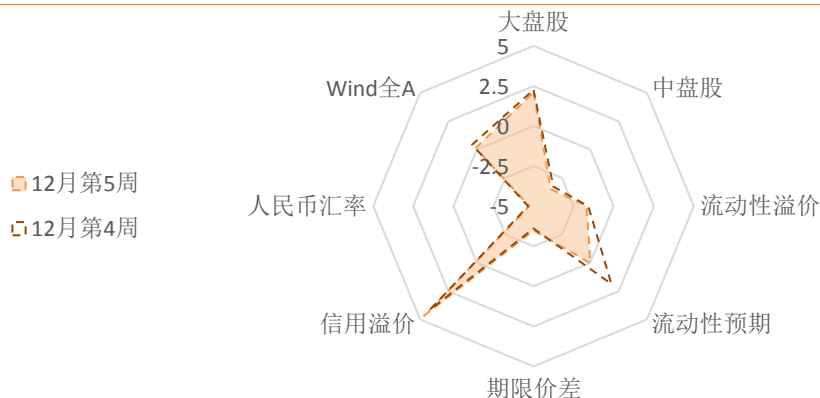
3 《宏观报告：美股的业绩底有多低？ - 美股的业绩底有多低？》 2022-12-20

图 1：12 月第 4 周各类资产收益率(%)



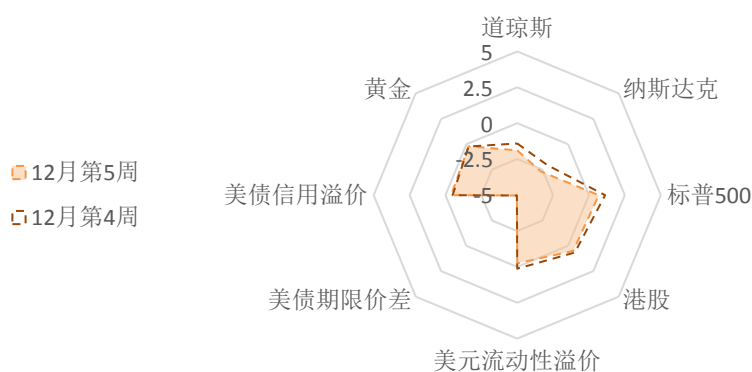
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 月第 5 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 5 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：复苏交易主线行业的拥挤度上升速度开始放缓

高频数据显示，12 月第 4 周国内供需双双走弱。生产方面，上游略强于中下游，汽

车半钢胎等开工率明显回落。需求方面，螺纹钢表观消费量明显回落。30 大中城市商品房成交面积继续下滑，但乘用车零售数据较上月改善明显（较上月同期增长 36%）。CCFI 指数和 SCF 指数显示的出口景气度仍在回落。按照模型拟合的月度 GDP 同比增速为 1.15%，大幅低于前三季度 3% 的 GDP 增速。

12 月第 4 周，Wind 全 A 的风险溢价保持在【中性】水平（51%分位），高于中位数 0.03 个标准差，A 股性价比基本中性。宽基指数方面，上证 50、沪深 300 风险溢价处于【较便宜】区间（71%和 69%分位），中证 500 的风险溢价偏低（接近 15%历史分位）。金融、周期、成长的风险溢价位于【中性偏便宜】区间（62%、59%和 61%分位）消费风险溢价处在中性下方（39%分位），估值【中性偏贵】。

12 月第 4 周，大盘价值和大盘成长的拥挤度继续上升，大盘价值的拥挤度已经升至 62%，大盘成长拥挤度只有 21%。中盘价值、中盘成长和小盘价值、小盘成长的拥挤度均出现回落，分别为 51%、24%、52%、24%历史分位。

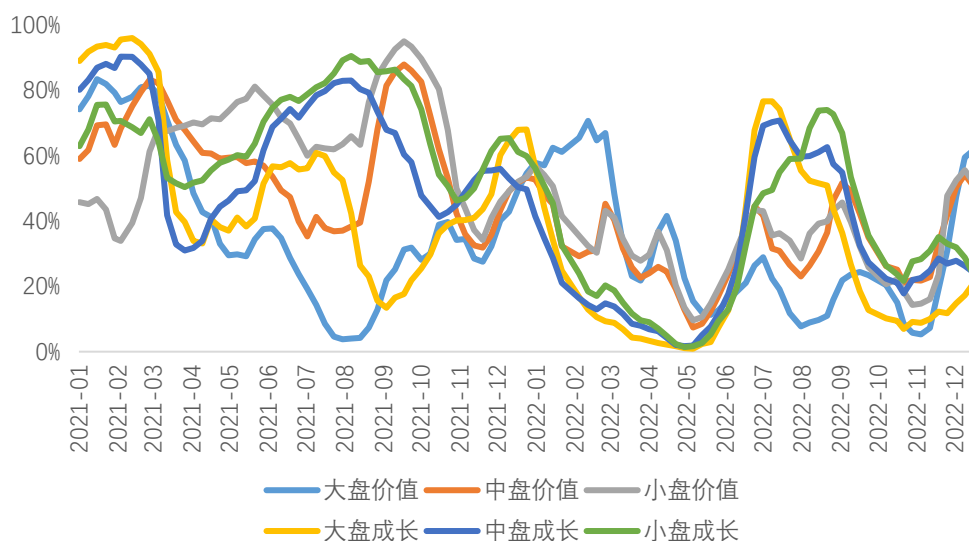
12 月第 4 周，30 个一级行业的平均拥挤度维持在 50%分位，市场情绪的广谱修复已经完成。当前拥挤度最高的为消费者服务、商贸零售、交通运输和房地产，分别为 87%、86%、81%和 80%分位。前期复苏交易的主线行业（地产和商贸零售），拥挤度上升的速度已经开始明显放缓（地产和商贸零售本周交易拥挤度上升不到 1%，而过去 4 周两者分别上升 25%和 41%），后续如果交易拥挤度开始掉头，交易有瓦解的风险。电力设备及新能源、电子、电力及公用事业的拥挤度最低。资金流向方面，12 月第 4 周，30 个一级行业全部主力净流出，综合金融、轻工制造和煤炭净流出相对最少，电子、医药和电新净流出额排名靠前。

图 4：前期复苏交易的主线行业（地产和商贸零售），拥挤度上升的速度已经开始明显放缓（单位：百分位数）

	12月第4周交易拥挤度	12月第4周交易拥挤度变化值	过去四周交易拥挤度变化值
消费者服务	86.6	10.6	33.1
商贸零售	85.6	0.6	25.2
交通运输	81.4	3.8	21.2
房地产	80.5	0.2	40.6
非银行金融	76.4	0.8	22.6
传媒	73.0	2.5	13.2
纺织服装	72.7	3.0	33.6
综合金融	70.0	4.0	21.9
轻工制造	68.2	3.2	25.0
银行	64.9	7.4	44.3
建筑	63.8	-6.0	22.4
综合	60.8	-2.4	3.5
医药	58.5	-2.1	-1.2
计算机	55.2	-3.2	-11.0
食品饮料	50.5	21.3	44.7
通信	47.4	-4.3	-4.9
建材	43.4	2.4	28.5
钢铁	43.2	-3.7	5.5
家电	41.7	5.2	21.9
石油石化	41.3	-7.6	10.9
有色金属	31.4	-1.9	0.3
机械	29.3	-6.9	-17.8
农林牧渔	27.6	2.5	11.8
国防军工	27.5	-6.0	-20.7
煤炭	26.5	-6.6	-5.8
基础化工	22.0	-1.0	4.7
汽车	20.6	0.3	0.8
电力及公用事业	20.0	-11.0	-5.8
电子	20.0	-1.6	-2.2
电力设备及新能源	17.0	-3.0	-7.2

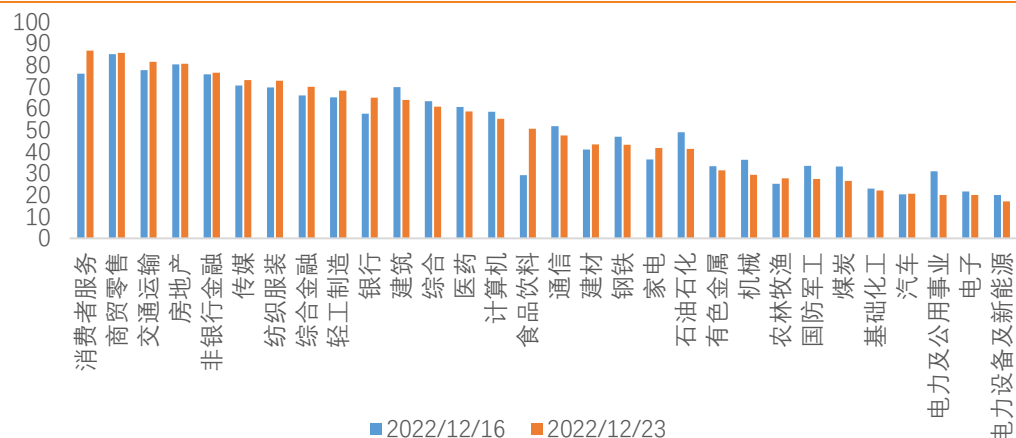
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：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 6：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：债市交易拥挤度开始低位反弹，本轮调整或接近尾声

12 月第 4 周，央行逆回购到期净投放 7040 亿元，流动性溢价小幅下降至 33%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_50640

