

# 风险定价-一致预期已经部分被市场定价

证券研究报告

2023 年 01 月 08 日

## 1 月第 1 周资产配置报告

12 月第 5 周各类资产表现：

12 月第 5 周，美股指数小幅下跌。Wind 全 A 上涨 1.48%，日均成交额小幅下跌至 6328.27 亿元。30 个一级行业中 23 个行业实现上涨，电力设备及新能源、国防军工和电力及公用事业表现靠前；家电、消费者服务和房地产表现靠后。信用债指数小幅上涨 0.10%，国债指数小幅上涨 0.29%。

2023 年 1 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——行业盈利增速一致预期已经部分被市场定价

债券——跨年流动性环境中性偏紧，元旦节后大概率重回中性偏松区间

商品——油价基本面向下，情绪向上

汇率——汇率定价回归基本面

海外——2 月 FOMC 大概率加息 25bps

**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

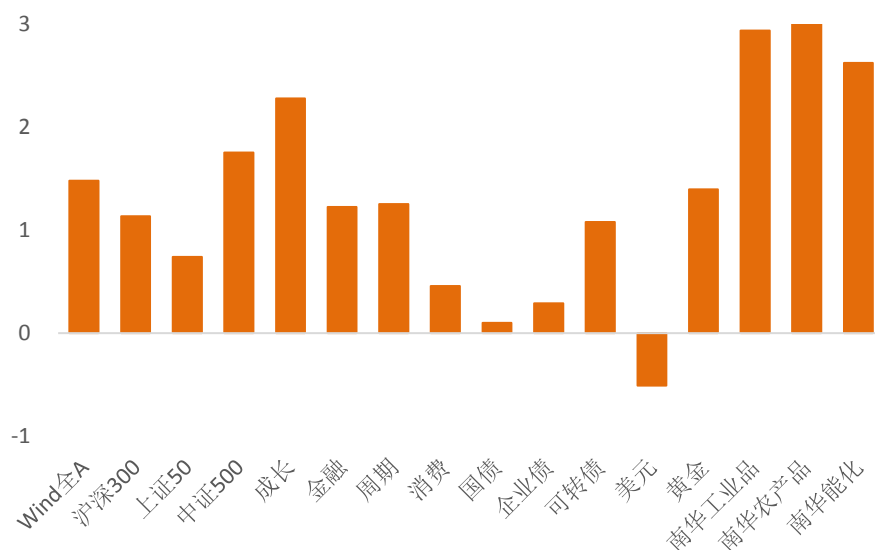
**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522100002  
linyan@tfzq.com

### 相关报告

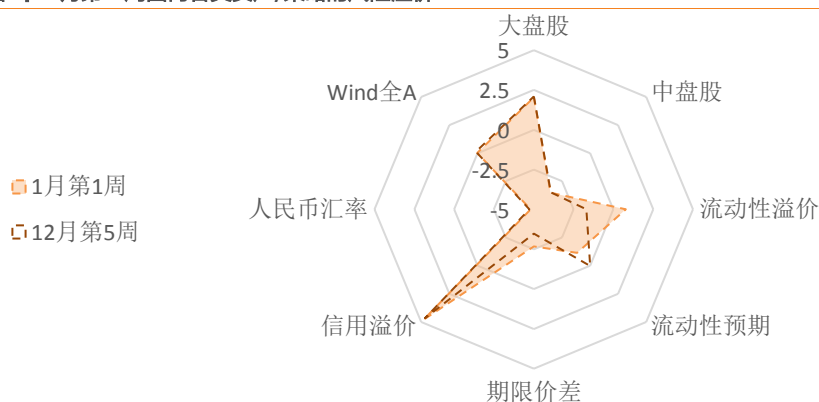
- 1 《宏观报告：地产链的再定位-各行业对房地产的依赖度正在发生变化》2023-01-07
- 2 《宏观报告：宏观-PMI 数据的最后一跌？》2022-12-31
- 3 《宏观报告：宏观-超额储蓄能否转化成超额消费？》2022-12-31

图 1：12 月第 5 周各类资产收益率(%)



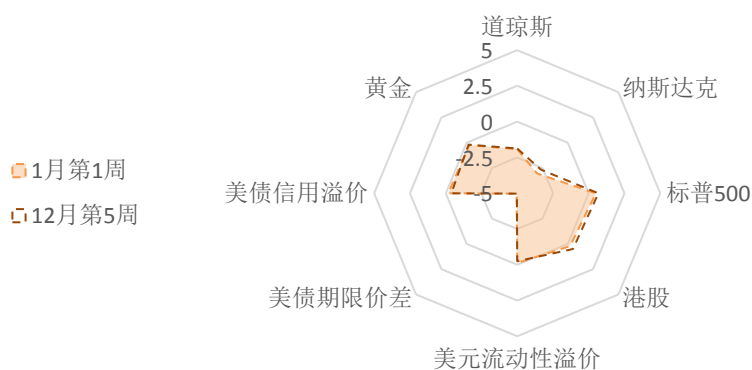
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 1 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 3：1 月第 1 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：行业盈利增速一致预期已经部分被市场定价

2022 年最后一周红盘收官，回顾全年 A 股的走势大致呈现出“W”型的走势，Wind 全 A 下跌 19%，风险偏好多数时期处在较低水平。风格上价值略好于成长，大小盘风格区分度不大。2022 年全年交易逻辑围绕着“内滞外胀”的主线展开，内部疫情与地产的扰动贯穿全年，外部联储鹰派不断超预期带动全球金融条件和风险偏好恶化。但随着国内的政策底进一步夯实，海外通胀回落的趋势明显，紧缩的空间也逐渐逼仄，2023 年“内滞外胀”的逻辑反转目前来看是大概率事件。

2022 年 12 月的 PMI 在荣枯线以下进一步下行，水平甚至低于 2022 年 4 月，经济仍然处在疫情冲击带来的黎明前的黑暗中。高频数据上看，地铁客运量、整车货运指数等经济指标近期持续好转或许意味着疫情先行区可能已经开始率先走出冲击。但考虑到 1 月是春节以及部分地方尚未达到疫情高峰，疫后经济的正式修复则可能要等到 2 月春节假期结束之后。我们认为 2 月之后经济复苏的方向大概率是确定的，但信心恢复、预期改善需要时间，同时外部需求下行和脱钩断链的风险持续存在，复苏的路径存在不确定性。

2023 年美国通胀读数回落的方向相对明确，能源和食品分项大概率从 2 月开始将会在去年俄乌冲突带来的高基数影响下快速回落，房租也将滞后于房价下跌，未来通胀读数的回落斜率很大程度上取决于核心服务业的价格水平。11 月美国非农新增就业和工资增速数据均超预期，劳动力供给的缺失是结构性问题，大概率将会持续支撑核心服务通胀。联储处境依然进退维谷，2023 年海外货币政策出现拐点相对确定，但节奏仍存在不确定性。

我们认为，2023 年 A 股的内外环境或将在 2022 年的基础上有显著改善，价值受益于复苏，成长受益于海外流动性拐点，但改善的过程不是一帆风顺、一蹴而就的，成长和价值都是风险与收益并存，出现风格一边倒的概率不高。

具体到行业上，对比截止 2023 年 1 月 1 日，2023 年一级行业净利润增速预期和 2022 年前三季度的净利润增速，我们可以发现分析师对 2023 年一级行业的基本面排名与当前基本面呈现出明显的反转态势。（见图 4）困境反转的复苏主题行业在 2023 年净利润增速预期中排名更加靠前（房地产、商贸零售、消费者服务都排在前四）；2022 年盈利增速相对较高的上游资源（煤炭、油气和有色）板块在 2023 年的盈利预期排名中相对靠后；赛道股的盈利预期排名基本处在中间，电新行业的盈利下修，计算机和电子排名相对靠前（第 5 名和第 9 名）。（见图 4）

2022 年 10 月底至今，复苏交易主线的拥挤度已经从底部快速反弹至中性上方，煤炭、石油石化和有色的交易拥挤度也回落至较低位置，电新行业的交易拥挤度更是在行业中排名垫底。因此，我们认为上述盈利预测的一致性已经部分被市场定价。目前 Wind 一致预期排名前十但交易拥挤度还在倒数前五的仅有电子。短期来看，后续交易拥挤度的拐点可能预示着风格反转的开始。

图 4：截止 2023 年 1 月 1 日，Wind 一致预期与 2022 年的行业基本面表现呈现明显反转

|          | 一致预测净利润同比(FY2比FY1)<br>[交易日期] 最新收盘日<br>[单位] % | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)<br>[报告期] 2022 三季<br>[单位] % |
|----------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 房地产      | 3,103.4593                                   | -72.6102                                      |
| 农林牧渔     | 485.2478                                     | 137.5613                                      |
| 商贸零售     | 436.9850                                     | -6.1567                                       |
| 消费者服务    | 284.3338                                     | -52.3845                                      |
| 计算机      | 68.8318                                      | -41.6031                                      |
| 纺织服装     | 66.3090                                      | -16.9874                                      |
| 综合金融     | 56.3443                                      | -39.4558                                      |
| 传媒       | 50.3356                                      | -31.9183                                      |
| 电子       | 43.4134                                      | -27.6826                                      |
| 钢铁       | 39.9661                                      | -67.0203                                      |
| 国防军工     | 39.5481                                      | 3.4174                                        |
| 电力及公用事业  | 39.3131                                      | 0.2322                                        |
| 汽车       | 38.7252                                      | -7.2296                                       |
| 电力设备及新能源 | 38.0907                                      | 49.1740                                       |
| 建材       | 33.2171                                      | -39.4028                                      |
| 建筑       | 30.0844                                      | 4.4659                                        |
| 机械       | 29.8157                                      | -17.6032                                      |
| 轻工制造     | 26.1872                                      | -28.1188                                      |
| 交通运输     | 25.4790                                      | -29.8944                                      |
| 食品饮料     | 20.7162                                      | 11.9186                                       |
| 通信       | 18.7802                                      | 47.5576                                       |
| 非银行金融    | 18.7763                                      | -23.2189                                      |
| 有色金属     | 17.4866                                      | 59.9402                                       |
| 基础化工     | 12.8563                                      | 13.1000                                       |
| 家电       | 8.7577                                       | 10.7617                                       |
| 银行       | 7.4442                                       | 7.9444                                        |
| 石油石化     | 5.7133                                       | 12.3371                                       |
| 煤炭       | -1.9475                                      | 68.3700                                       |
| 医药       | -4.0599                                      | 6.5152                                        |
| 综合       | -34.7419                                     | -26.4825                                      |

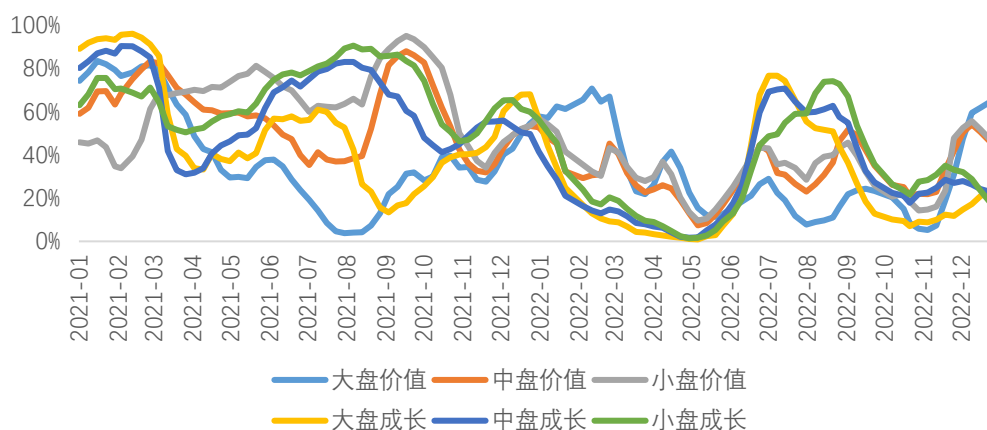
资料来源：Wind，天风证券研究所

12 月第 5 周，A 股的风险溢价与前期基本持平，Wind 全 A 的风险溢价【中性】。Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价处在 50%、70%、67%分位，中盘股（中证 500）的风险溢价接近 15%历史分位，性价比偏低。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在 61%、59%、59%、33%分位。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 0.03 个标准差水平，性价比基本中性。

12 月第 5 周，大盘股交易拥挤度小幅上升，中、小盘股交易拥挤度下降，大盘价值风格继续上升，但上升斜率开始明显放缓，接近 2022 年两会前的水平。大盘成长交易拥挤度目前从 10 月底的低点反弹幅度相对有限，当期的盈亏比相对更高。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 64%、23%、47%、23%、48%、19%历史分位。

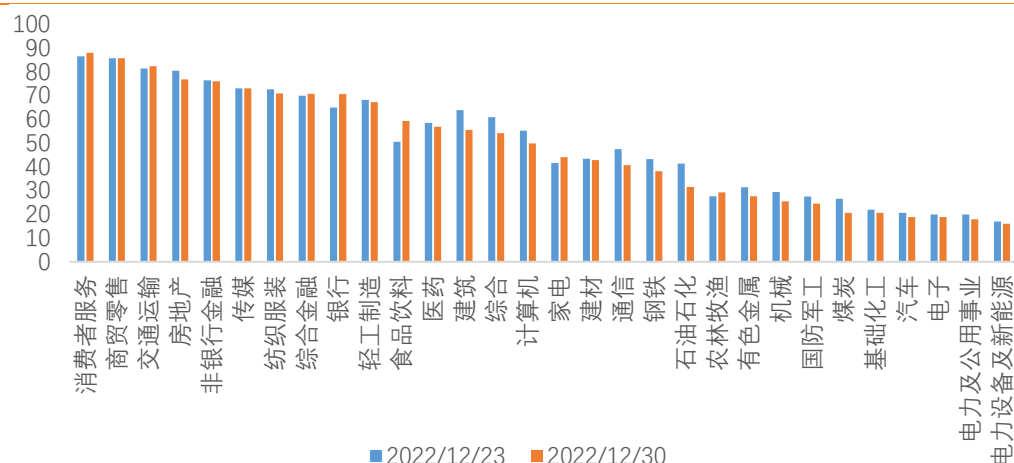
12 月第 5 周，30 个一级行业的平均拥挤度下降至 48%分位，市场情绪中性局面不改。当前拥挤度最高的为消费者服务、商贸零售、交通运输和房地产，分别为 88%、86%、82%和 77%分位。电力设备及新能源、电子和电力及公用事业的拥挤度最低。

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：跨年流动性环境中性偏紧，元旦节后大概率重回中性偏松区间

12 月第 5 周，央行逆回购到期净投放 15570 亿元，跨年资金需求季节性上升，流动性溢价上升至 58%分位，流动性环境中性偏紧，跨年流动性需求过峰后，流动性环境将

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\\_50942](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50942)

