

风险定价-价值风格的拥挤度持续上升

证券研究报告

2022 年 09 月 17 日

9 月第 3 周资产配置报告

9 月第 2 周各类资产表现：

9 月第 2 周，美股指数逆转下跌趋势，开始小幅回升。国内市场也小幅回暖，Wind 全 A 上涨了 1.86%，但是成交额下降至 4 万亿元，日均成交额已经持续两周下跌。一级行业中，房地产，煤炭及有色金属表现靠前；食品饮料，农林渔牧及传媒等表现靠后。信用债指数上涨 0.12%，国债指数下跌 0.07%。

9 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——价值风格的拥挤度持续上升

债券——利率债拥挤度高位回落，行情纠结

商品——衰退预期与供给溢价相互拉扯

汇率——紧缩交易升温，在岸和离岸美元流动性的价差位于历史极值附近

海外——紧缩交易的变数在政治压力

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

联系人

linyan@tfzq.com

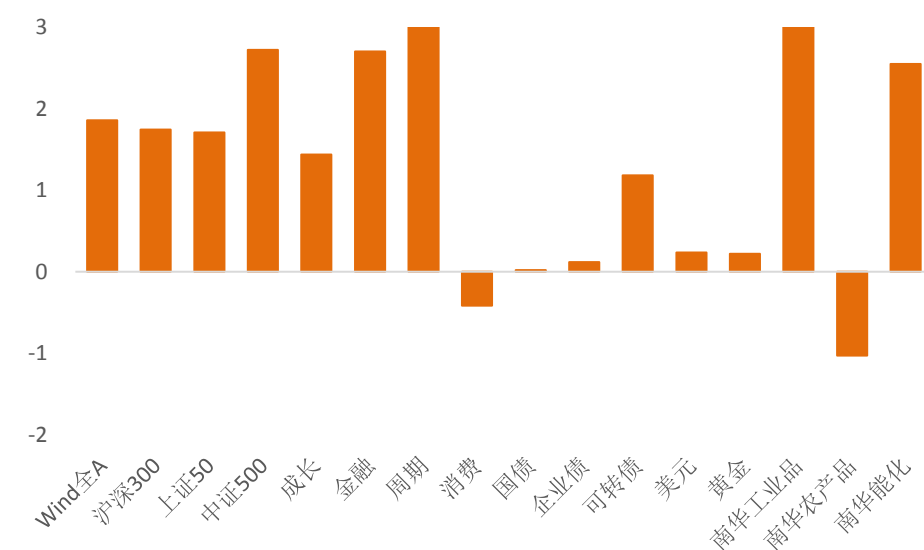
相关报告

1 《宏观报告：基建的长期问题》
2022-09-12

2 《宏观报告：欧洲制造大迁移》
2022-09-09

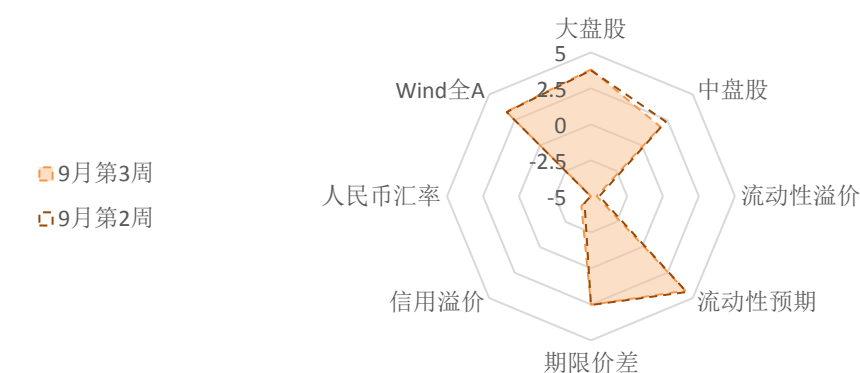
3 《宏观报告：风险定价-市场降温，
大盘价值短期盈亏比高-9 月第 1 周资产
配置报告》2022-09-03

图 1：9 月第 2 周各类资产收益率(%)



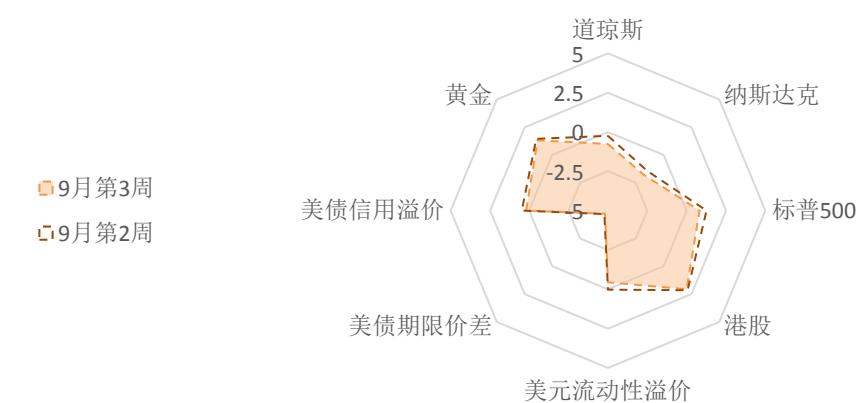
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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。

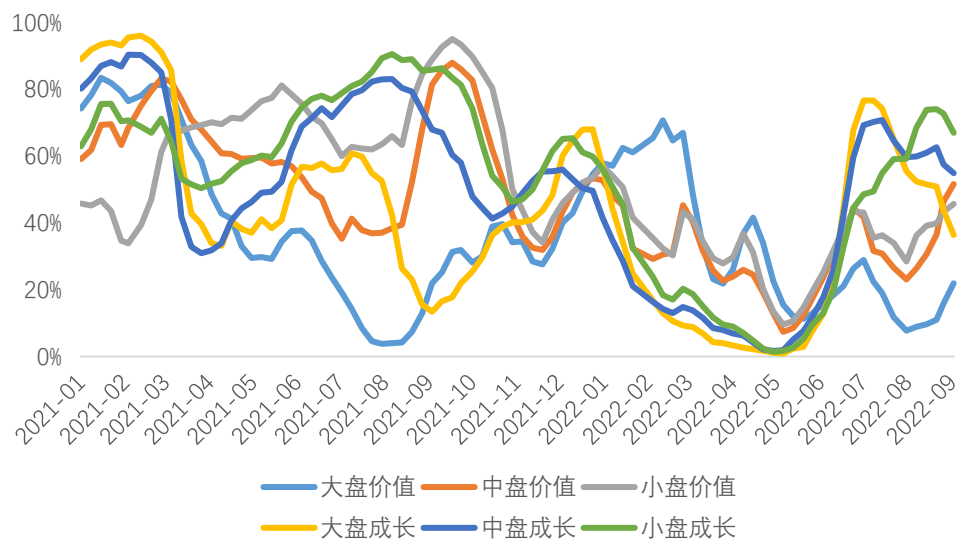
1. 权益：价值风格的拥挤度持续上升

9 月第 2 周，国内新冠疫情仍在反复，单日周均新增感染（确诊+无症状-转归）从上周的 1682 例回落至 1336 例。截止 9 月 10 日，全国共有高风险地区快速下降至 1282 个（上周 2096 个），中风险地区也下降至 1483 个（上周 1531 个）。**物流运输出行数据较上周均有小幅提升，其中航空货运数据连续两周上升。**9 月 4 日至 9 月 10 日铁路货运发运量环比回升 2.35%（上周环比回升 1.39%），货运航班环比继续上升 2.90%（上周环比上升 5.01%），创 7 月上旬以来的新高。民航航班单日执行量持续下降至每日 3000-7000 班（上周 8000 班左右）。

风险溢价方面，Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（83%分位，详见图 2），上证 50 与沪深 300 的估值处于【便宜】水平（88%和 87%分位），中证 500 的估值维持【较便宜】水平（68%分位）。金融估值维持【很便宜】（93%分位），周期估值【很便宜】（94%分位），成长估值【便宜】（90%分位），消费估值【较便宜】（75%分位）。风险溢价从高到低的排序是：周期>金融>成长>消费。

拥挤度方面，小盘成长的交易拥挤度开始下降但还在较高区间（67%分位），小盘成长的调整可能不够充分，大盘成长的交易拥挤度回落到中性下方（36%分位）。中盘价值和中小盘价值的拥挤度继续回升（52%和 46%分位），大盘价值的拥挤度回升至 22%，但仍处在低位，回升仍有较大空间。

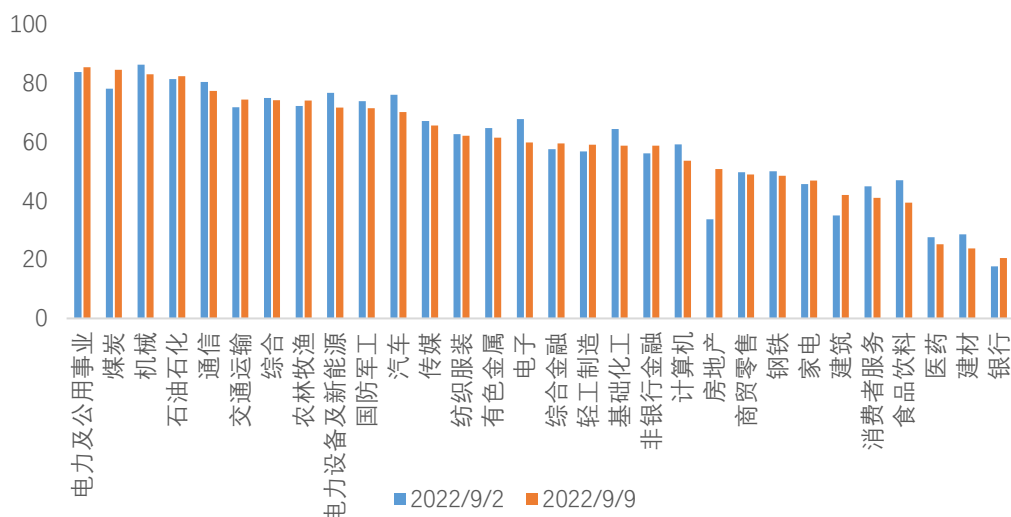
图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

30 个一级行业的平均拥挤度变化不大，整体有所回落，交易拥挤度在中性水平以上的行业有 16 个。电力、煤炭、机械及石油石化的拥挤度最高，**房地产的拥挤度提升幅度明显，医药、建筑建材、银行的拥挤度最低。**

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

9 月前两周，北向资金分别净流入 4.41 亿和净流出 2.21 亿人民币。其中，格力电器、宁德时代、紫金矿业及隆基绿能净流入规模靠前。南向资金分别净流入 42.99 亿和 45.35 亿港币。恒生指数的风险溢价保持在在 71%分位，估值中性偏低。

2. 债券：利率债拥挤度高位回落，行情纠结

8 月内需指标均有所好转，上游成本压力缓解，基建进一步发力（详见《短期扰动不掩经济韧性》），9-10 月经济回升的斜率较 8 月进一步上升。

9 月第 2 周，央行公开市场操作净回笼 200 亿，资金面保持平稳，流动性溢价维持在历史低位（4%分位），处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期维持高位（93%分位）。稳增长、保就业仍是货币政策的首要任务，后续流动性环境变化的路标可能是经济特别是地产数据的连续改善。

9 月第 2 周，期限价差较上周小幅回落，但处于偏高位置（75%分位），久期策略性价比较高。信用溢价较上周明显上升，但仍维持在历史低位（9%分位），中低评级利差仍窄，高评级和中低评级信用债估值都极贵（信用溢价分别处在 12%分位和 7%分位），评级利差维持在历史较低位置，信用下沉的性价比极低。

9 月第 2 周，债券市场的乐观情绪处在中高位置。利率债的短期交易拥挤度开始回落，但还处在拥挤位置（86%分位），利率债的短期盈亏比仍低。中证转债与信用债的短期交易拥挤度都较上周出现明显回落（40%分位和 49%分位），处在中性偏低位置。

3. 商品：衰退预期与供给溢价相互拉扯

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_46257

