

风险定价-美股空头拥挤，更可能是熊市技术反弹

证券研究报告

2022 年 10 月 20 日

10 月第 3 周资产配置报告

10 月第 2 周各类资产表现：

10 月第 2 周，美股指数涨跌不一，整体变化幅度不大。国内市场快速反弹，Wind 全 A 上涨了 2.77%，日均成交额小幅回升至 6989.03 亿元。一级行业中，医药，计算机及农林牧渔表现靠前；煤炭，消费者服务及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨 0.19%，国债指数上涨 0.44%。

10 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——相对估值水平类比今年 4 月底、20 年 5 月和 19 年 1 月

债券——利率债的拥挤交易已经逐步缓解

商品——紧缩预期再次强化，商品金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限

汇率——在岸美元流动性溢价开始逐渐上升

海外——空头过于拥挤，熊市技术性反弹

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

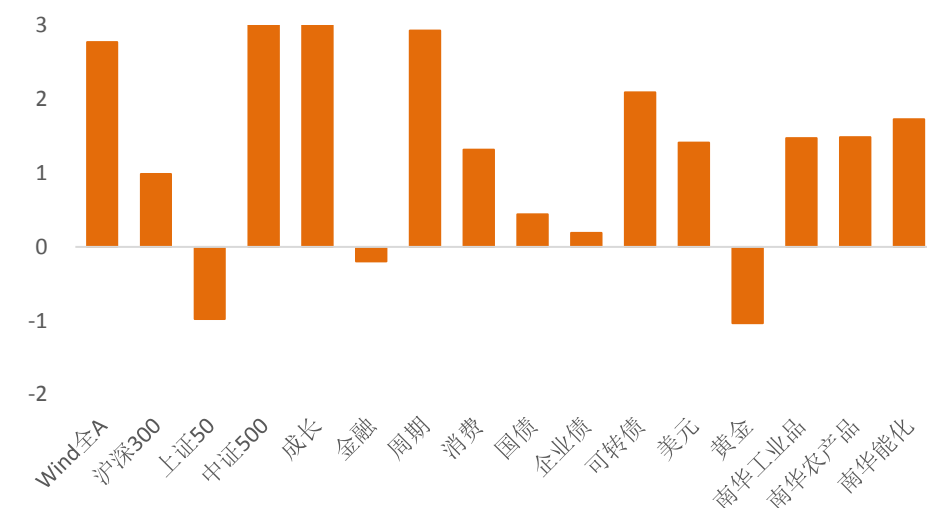
相关报告

1 《宏观报告：二十大报告的九个关注点》2022-10-17

2 《宏观报告：宏观-10 月社融有望维持韧性》2022-10-13

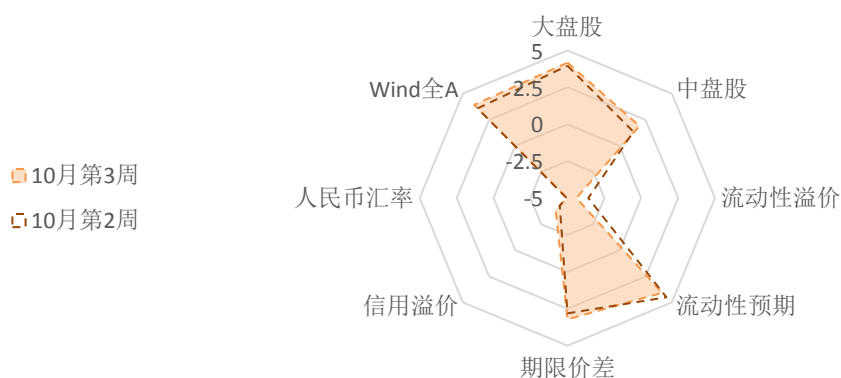
3 《宏观报告：风险定价-A 股位于便宜且相对超卖的区间内-10 月第 2 周资产配置报告》2022-10-11

图 1：10 月第 2 周各类资产收益率(%)



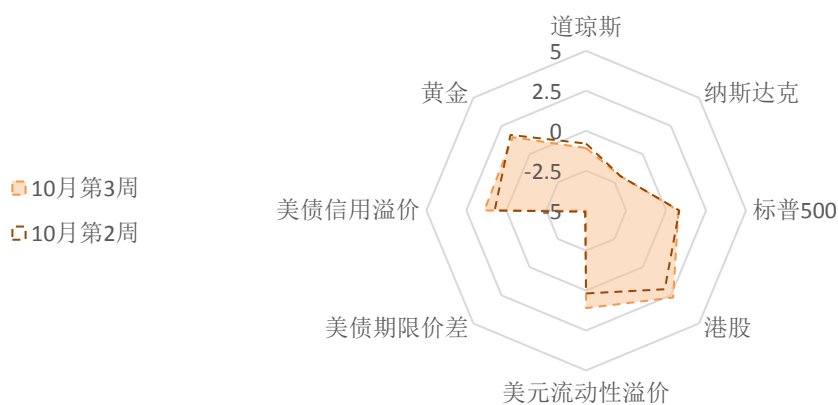
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 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 3：10 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

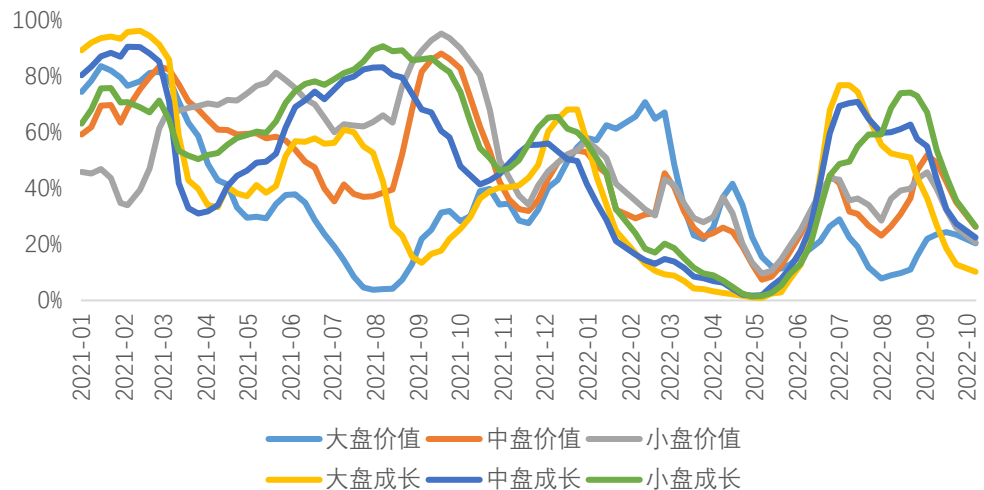
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

1. 权益：相对估值水平类比今年4月底、20年5月和19年1月

10月第2周，A股的风险溢价进一步上升，估值水平继续向【便宜】区间靠拢，其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价分位数分别为89%、92%和93%分位，中证500为69%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分位数分别为94%、97%、96%、76%分位。除中证500外，风险溢价水平再次创下年内新高。当前Wind全A的风险溢价已经升至中位数上方1.15个标准差，可比的历史时间点是今年4月底、20年5月、19年1月，市场在这三个时点后的一个季度都反弹超20%。

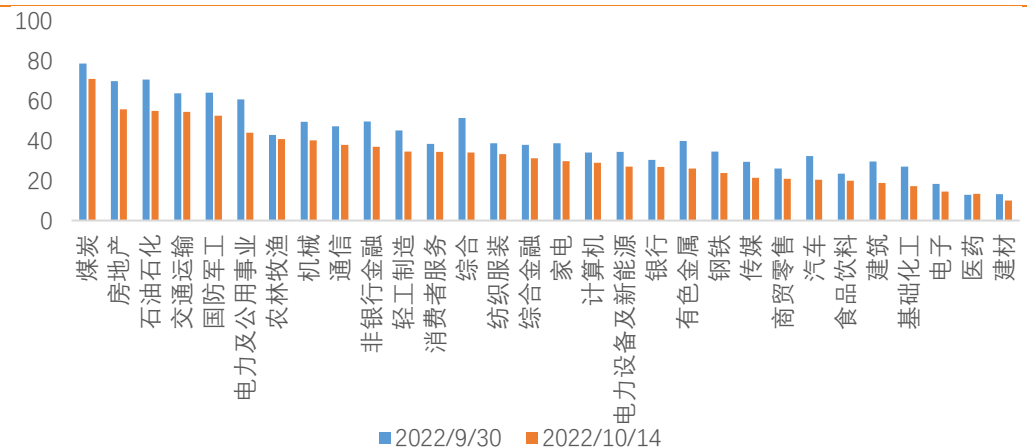
10月第2周，A股的拥挤度继续降低，大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长的拥挤度分别为20%、10%、26%、22%、21%、26%历史分位。当前市场的交易拥挤度仍高于今年4月底，接近今年3月中旬的超卖水平。30个一级行业的平均拥挤度下降至32%分位，其中煤炭、地产、石油石化、交通运输的拥挤度最高；电子、医药、建材的拥挤度最低，短期盈亏比有吸引力。目前资金正逐步在拥挤度维度上进行高低切换。10月第2周，医药与电子分列一级行业主动净买入额第二与第三名，而煤炭和地产分列倒数第二和第三名。

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：利率债的拥挤交易已经逐步缓解

跨季资金需求过峰之后，流动性溢价重新回落至 6%分位，处于【极宽松】水平。市场对未来流动性收紧的预期有所下降，但仍维持高位（91%分位）。期限价差继续回升至较高位置（82%分位）。信用溢价较上周小幅上涨，但仍处于历史低位（11%分位）。

利率债的短期交易拥挤度持续回落，跌入中性偏低位置（38%分位）。转债与信用债的短期交易拥挤度也较上周小幅回落至 14%和 40%分位。

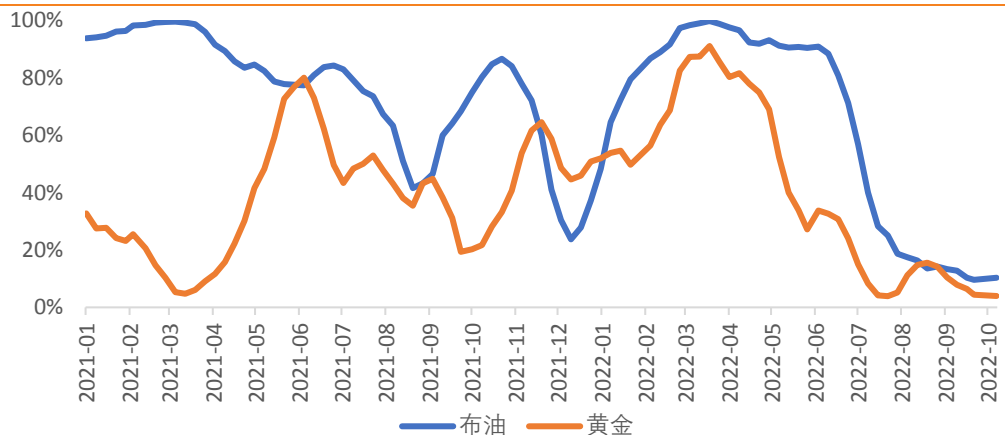
3. 商品：紧缩预期再次强化，商品金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限

能源品：10 月第 2 周，美国 9 月核心通胀再超预期，再次强化了紧缩预期，布油跌 7.01%至 91.46 美元/桶。原油的交易拥挤度自今年 6 月从 90%分位左右的极高位置回落至目前 10%分位的水平，短期性价比显著。当前全球原油库存维持在较低位置，供求紧平衡的格局并未改变，原油市场在衰退交易阶段性定价之后，短期存在反弹机会。

基本金属：10 月第 2 周，铜价窄幅震荡。当前铜油比处于历史相对低位，铜金比处在历史中性水平附近，铜的商品属性定价了较高的衰退预期，金融属性定价了中性的紧缩预期。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度上升至 31%分位，投机交易有所回升。

贵金属：COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度有所上升，但仍处在 15%分位的历史低位。现货黄金 ETF 的持仓量小幅下降，黄金的短期交易拥挤度回落至 10%分位下方，交易情绪总体稳定在低位。我们根据联储 9 月议息会议的经济和加息预期测算，实际利率还有 20bp 左右的上升空间，黄金的金融属性仍然面临一定压力，但继续受损的空间有限。

图 6：布伦特原油和伦敦金交易拥挤度分位数已经来到历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

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_47511

