

# 风险定价-内外环境均存在改善可能

证券研究报告

2022年11月04日

## 11月第1周资产配置报告

10月第4周各类资产表现：

10月第4周，美股指数上涨2%到5%。国内市场出现反向趋势，Wind全A下跌了4.19%，但日均成交额仍上升至8849.73亿元。一级行业中，国防军工，计算机及电子表现靠前；房地产，农林牧渔及食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨0.04%，国债指数上涨0.27%。

11月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——新政治周期开启，内外环境均存在改善可能

债券——跨月资金需求推升流动性溢价

商品——原油的基本面较为坚挺，如果金融条件开始转松，大概率油价会反弹

汇率——美元指数可能正在发生连续的强弱转化

海外——10年-3个月利差倒挂，加息拐点的路标出现

**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

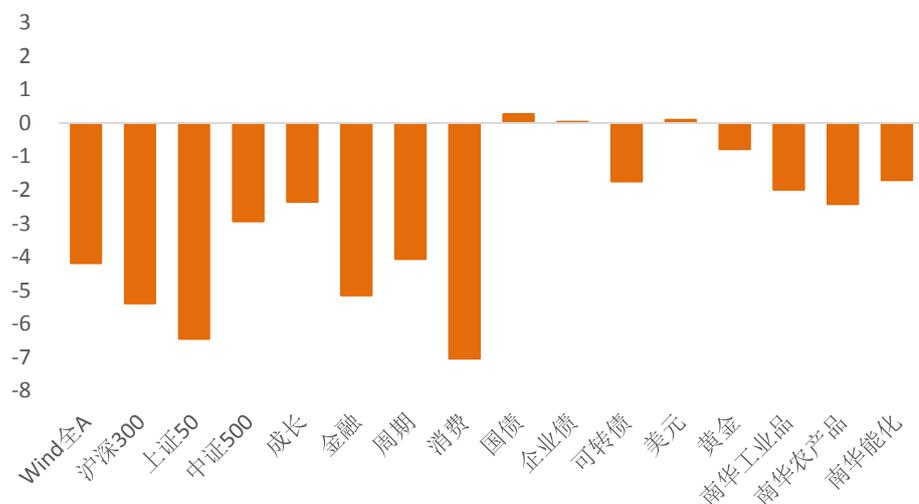
**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

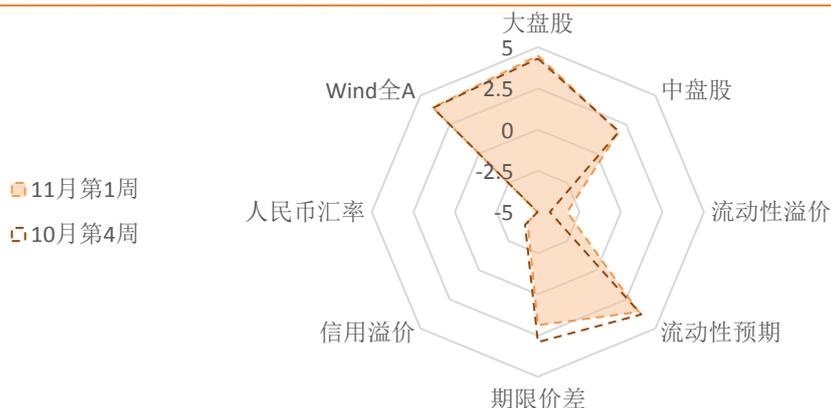
- 1 《宏观报告：宏观-汽车和基建韧性几何？》2022-11-01
- 2 《宏观报告：大盘风格进入超配区间—10月资产配置报告》2022-10-27
- 3 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10月第4周资产配置报告》2022-10-26

图 1：10 月第 4 周各类资产收益率(%)



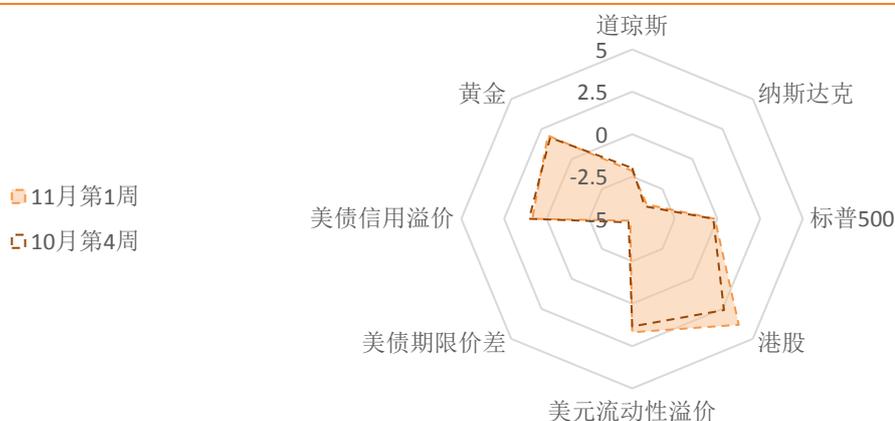
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：11 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 3：11 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：新政治周期开启，内外环境均存在改善可能

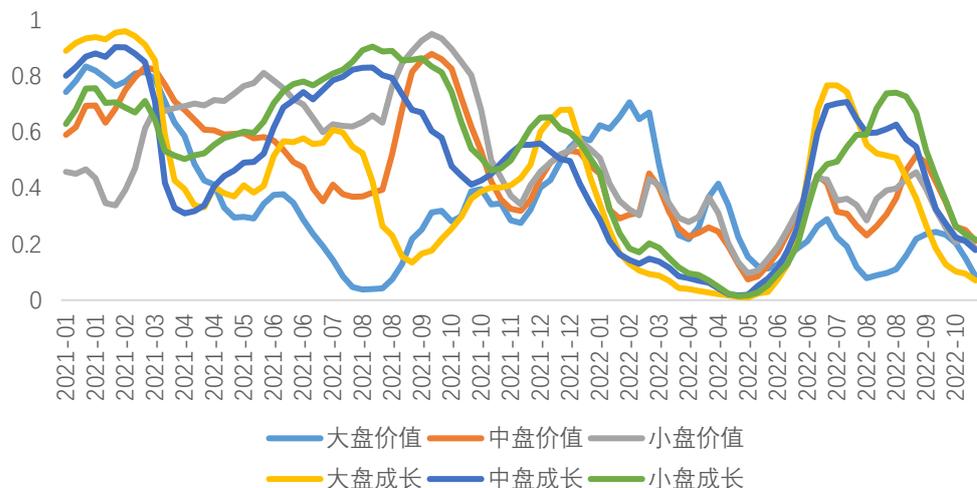
三季度经济数据继续小幅回暖，但国内稳增长压力仍大，二十大后围绕“高质量发展”和产业补短板的政策有加码空间；月底 G20 将在印尼召开，各国首脑将就国际焦点问题进行讨论，重要外交关系存在缓和空间。11 月内外环境均存在改善的可能，同时 A 股的基本面赔率和市场面赔率较高，我们认为当前是配置布局的重要窗口期。

10 月第 4 周，A 股的风险溢价进一步上升，估值水平继续向【极便宜】区间靠拢，其中 Wind 全 A、上证 50、沪深 300 的风险溢价分位数为 90%、95%和 96%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为 96%、97%、96%、83%分位。大盘股的风险溢价水平再次创下年内新高。当前 Wind 全 A 的风险溢价目前处在中位数上方 1.2 个标准差，市场中期（三个月）性价比很有吸引力（接近 14 年年中，18 年年底与 20 年 4 月）。

10 月第 4 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 9%、7%、21%、18%、18%、22%历史分位。当前市场的交易情绪已经回到 4 月中旬的水平，并正在进一步向 4 月底的低点靠拢，市场情绪极度悲观。

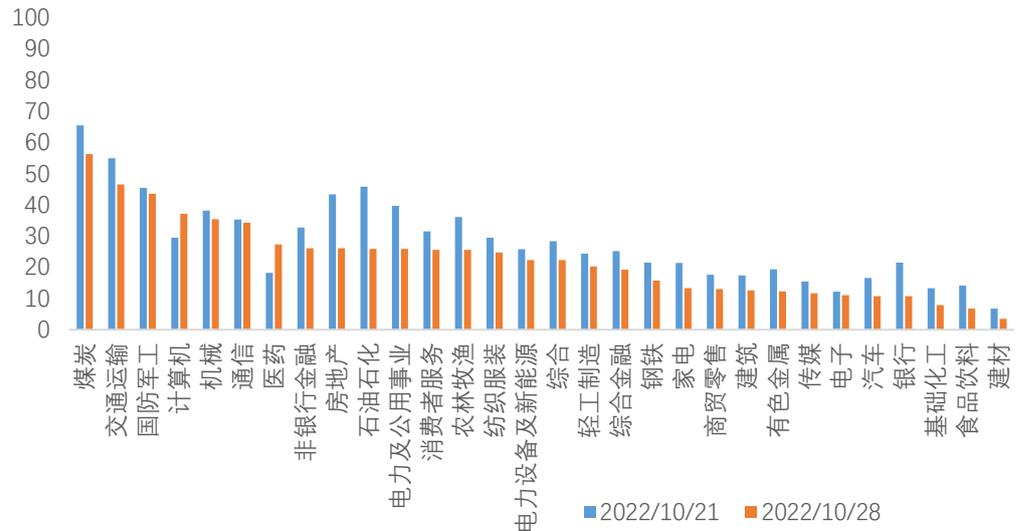
30 个一级行业的平均拥挤度下降至 22%分位，拥挤度最高的煤炭下降至 56%分位；只有计算机和医药行业拥挤度较上周上涨。基础化工、食品饮料、建材的拥挤度最低。资金流向也体现了市场的悲观情绪，仅有国防军工和计算机的主动净买入为正，农林牧渔、电新、汽车、银行和食品饮料主动净卖出较多。

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：跨月资金需求推升流动性溢价

虽然央行加大逆回购的投放，但是跨月资金需求仍然驱动流动性溢价回升至 18%分位，流动性环境目前仍处于【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（85%分位）。期限价差小幅回落至 69%分位。信用溢价较上周小幅回落，处于历史低位（9%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（27%分位）。但信用债和转债的短期交易拥挤度较上周小幅，分别为 41%和 18%分位。

## 3. 商品：原油的基本面较为坚挺，如果金融条件开始转松，大概率油价会反弹

**能源品：**10月第4周，布油上涨0.6%至93.77美元/桶。原油的交易拥挤度小幅回升至14%分位，短期性价比仍显著。美国石油库存（含战略储备）持续下跌，馏分油（取暖油和柴油）裂解差继续回升证明当前原油需求没有出现明显回落迹象。在欧洲对俄石油禁运令生效（12月5日）、OPEC开始大幅减产、释放的战略储备石油收效甚微等共同影响下，油价的基本面仍十分坚挺。除了商品属性坚挺以外，原油在金融条件转松的刺激下也存在反弹机会。

与原油供需紧平衡的基本面相反的是，欧洲天然气过剩的情况仍在持续，我们预计在

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\\_48255](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48255)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn