

风险定价-复苏交易进入验证期

证券研究报告

2022年12月16日

12月第3周资产配置报告

12月第2周各类资产表现：

12月第2周，美股指数小幅下跌。Wind全A小幅上涨1.54%，日均成交额上涨至9766.04亿元。30个一级行业中22个行业上涨，食品饮料、家电和消费者服务表现靠前；国防军工、电力及公用事业和计算机等表现靠后。信用债指数下跌0.34%，国债指数下跌0.16%。

12月第3周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易进入验证期，价值股的拥挤度回到年初水平

债券——7500亿特别国债为到期等额续作，对资金面影响有限

商品——中美需求衰退压制油价

汇率——全球央行超级周即将来临

海外——高通胀时期最后一次加息后美股通常短期表现一般

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

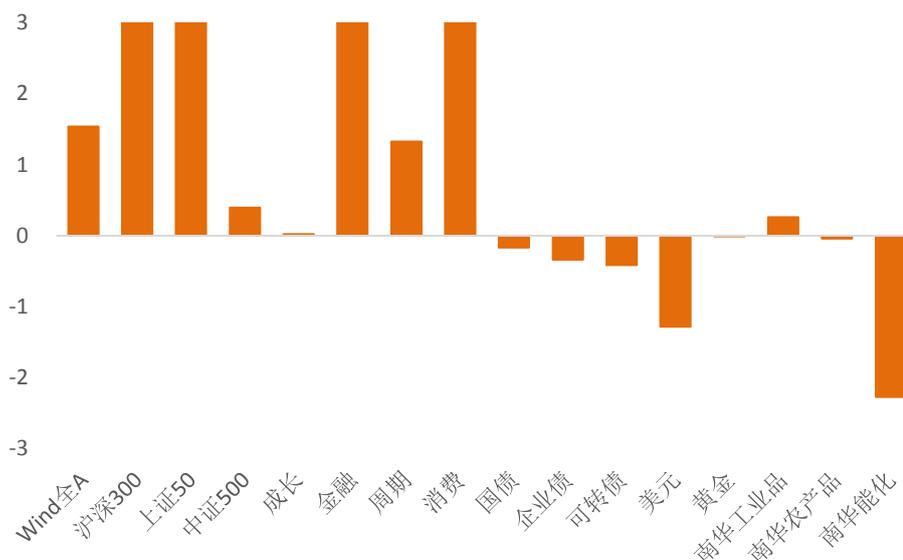
相关报告

1 《宏观报告：对直觉的背离——2023年房地产市场展望》2022-12-10

2 《宏观报告：风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”-12月第2周资产配置报告》2022-12-09

3 《宏观报告：向内生动能要增长-12月政治局会议解读》2022-12-08

图 1：12 月第 2 周各类资产收益率(%)



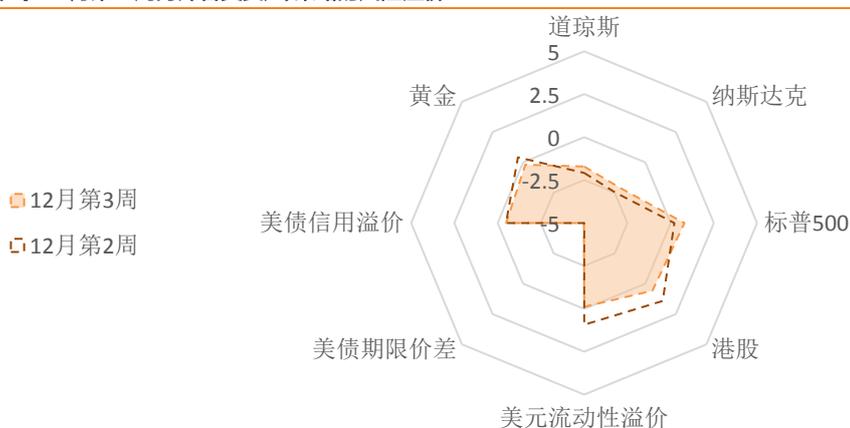
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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：复苏交易进入验证期，价值股的拥挤度回到年初水平

12月7日，“新十条”落地实施，进一步就划分风险区域、核酸检测和隔离方式等问题进行优化调整。跨省交通限制明显放松，12月第2周，100城拥堵延迟指数和铁路货运数据较上周有所提升。11月制造业PMI和海关出口数据均不及预期，经济基本面再次探底。

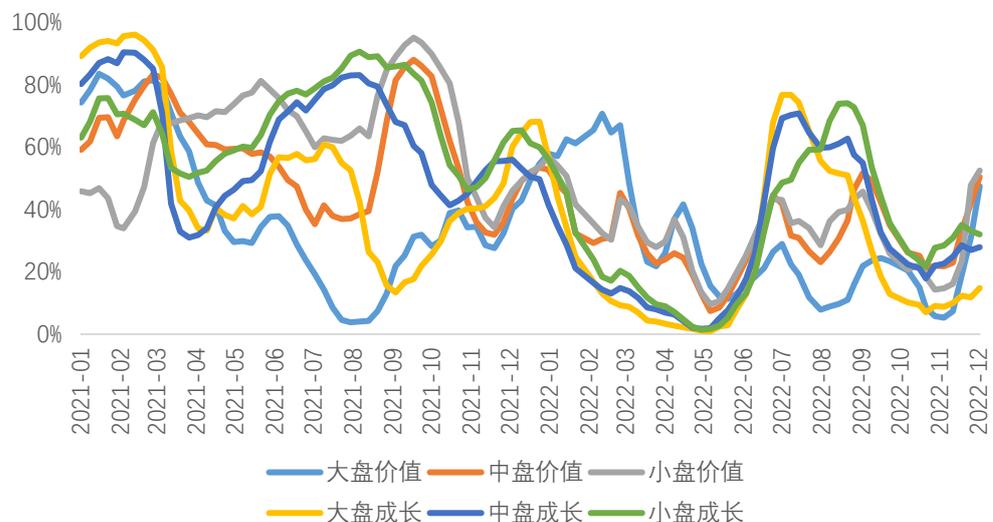
12月6日政治局会议是经济工作会议的重要前瞻，我们预计明年稳增长的重点在于通过优化防疫政策和稳定市场信心来修复经济的内生动能。地产供给端政策已经“三箭齐发”，加快供给和需求形成新均衡，不宜对需求侧刺激政策抱有过度期待。中央经济工作会议召开前后，复苏交易也将进入验证期，随着价值股的交易拥挤度回升至中性水平附近，复苏交易的波动可能开始放大。（详见《向内生动能要增长——政治局会议解读》，12月8日）

12月第2周，A股风险溢价继续回落，Wind全A的风险溢价已接近【中性】水平。其中上证50、沪深300的风险溢价也下降至80%、78%，中证500的风险溢价进一步下探至中性下方。金融、周期、成长、消费的风险溢价为79%、71%、68%、52%分位。当前Wind全A的风险溢价处在中位数以上0.3个标准差，性价比基本回归中性。

12月第2周，除小盘成长外，各风格的交易拥挤度均有所上升，价值板块整体拥挤度已回到中性，正在接近年初时的高点高点。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48%、15%、50%、28%、53%、32%历史分位。

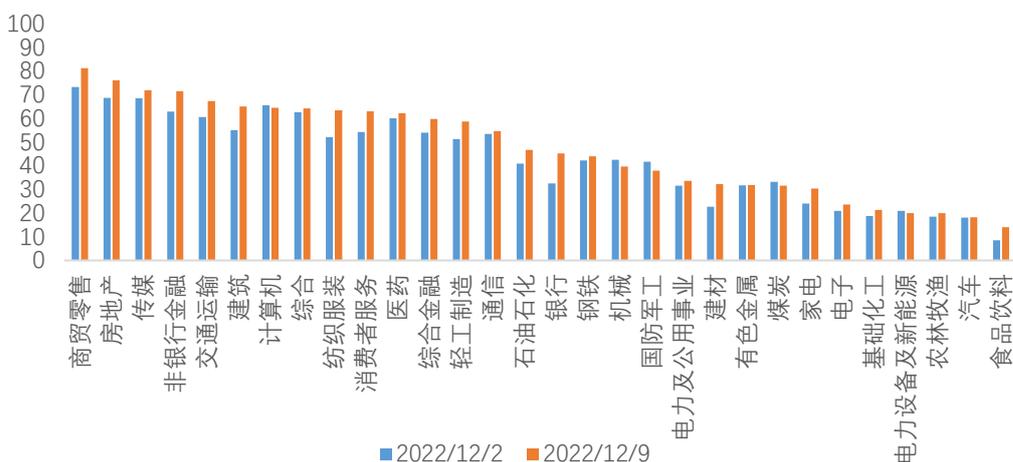
12月第2周，30个一级行业的平均拥挤度上升至47%分位，行业情绪进入中性区间。当前拥挤度最高的为商贸零售、房地产、传媒，分别为81%、76%、72%分位；拥挤度最低的为农林渔牧、汽车、食品饮料（皆在20%分位及以下）。

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：7500 亿特别国债为到期等额续作，对资金面影响有限

12 月 9 日，财政部发行 7500 亿特别国债，此次发行为 2007 年特别国债的到期等额续作，料对资金面影响有限。12 月第 2 周，央行逆回购到期净回笼 1620 亿元，**流动性溢价回升至 27%分位，整体目前仍处于【宽松】水平**。市场对未来流动性收紧的预期回升至 75%分位，期限价差小幅下跌至 22%分位，信用溢价大幅上升至 75%分位。

利率债与信用债的短期交易拥挤度持续下行，目前处于低位（6%与 4%分位），市场情绪消极。可转债的短期交易拥挤度维持不变，位于 36%分位。

3. 商品：中美需求衰退压制油价

能源品：12 月第 2 周，布油大幅下跌 10.07%至 76.82 美元/桶。原油的交易拥挤度回落至 11%分位。美国石油库存小幅上升，但战略储备依旧缩减。油价短期内集中定价了美国经济衰退和中国疫情快速上升带来的原油需求回落预期。前期我们提到的供给侧带来的支撑开始受到挑战：一是 12 月 OPEC 会议延续了之前的 200 万桶减产计划，但 11 月实际减产仅 70 万桶。二是欧洲对俄油制裁落地并设定价格上限，俄罗斯开始考虑设定最低价格进行反制。近期油价扰动较多，但需求侧定价为主。

基本金属：12 月第 2 周，金属价格普遍上涨。铜价上涨 0.42%，沪铝上涨 0.42%，沪镍猛涨 9.83%。铜对衰退预期的定价相对中性（铜金比处于中性位置），对紧缩预期定价也逐渐回归中性（铜油比已经回到俄乌冲突之前的水平，基本处在历史中性水平附近）。在衰退宽松交易中，商品属性和金融属性相互对冲，铜价震荡格局延续的概率较高。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持 15%分位，投机交易的情绪中性偏低。

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_50257

