

风险定价-复苏交易主线行业拥挤度不再提升

证券研究报告

2023 年 01 月 14 日

1 月第 2 周资产配置报告

1 月第 1 周各类资产表现：

1 月第 1 周，美股指数普遍上涨。Wind 全 A 大幅上涨 2.91%，日均成交额上涨至 6508.16 亿元。30 个一级行业中 29 个行业实现上涨，计算机、建材和通信表现靠前；煤炭、农林牧渔和商贸零售表现靠后。信用债指数上涨 0.38%，国债指数小幅上涨 0.09%。

1 月第 2 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——复苏交易主线行业拥挤度不再提升，市场定价开始出现高低切换的变化

债券——市场开始预期流动性放松

商品——油价博弈需求，铜价反弹存在天花板

汇率——人民币定价疫后修复预期和联储宽松预期

海外——联储保持对市场的“恐吓”，不愿过早看到宽松交易

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

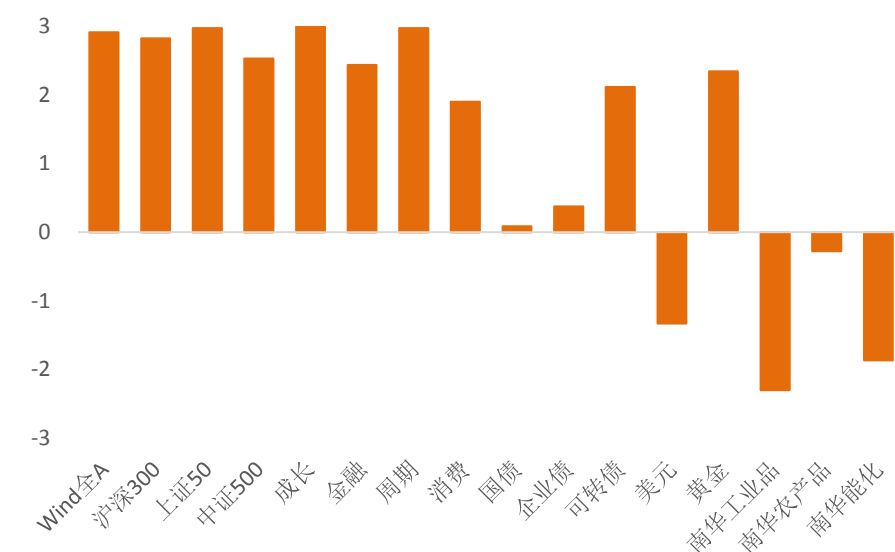
相关报告

1 《宏观报告：政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？》2023-01-11

2 《宏观报告：宏观-12 月信贷数据不弱》2023-01-11

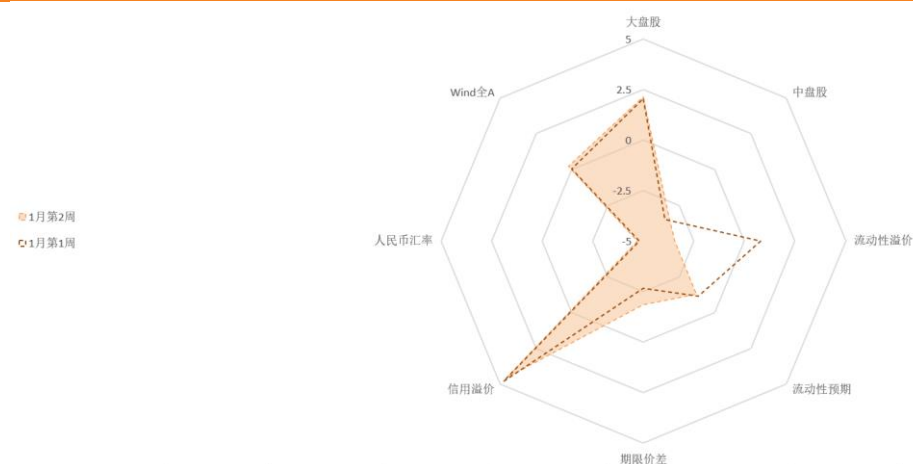
3 《宏观报告：风险定价-一致预期已经部分被市场定价-1 月第 1 周资产配置报告》2023-01-08

图 1：1 月第 1 周各类资产收益率(%)



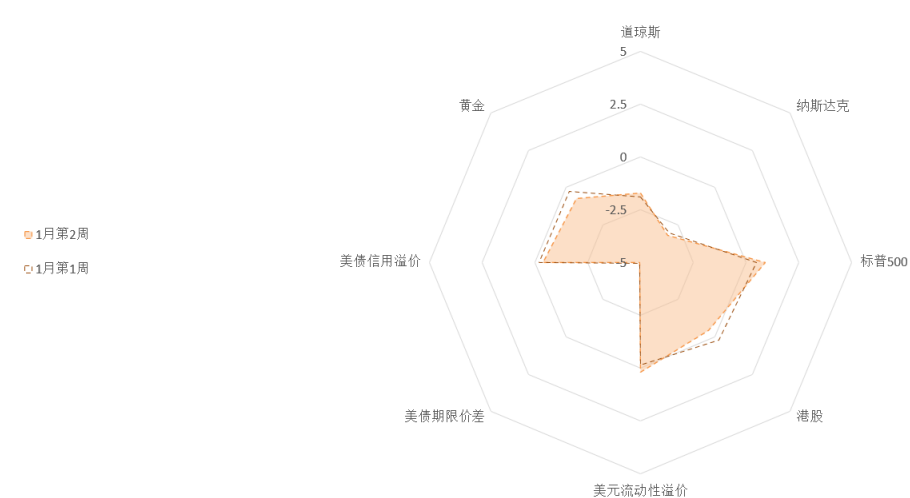
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 2 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 22 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。

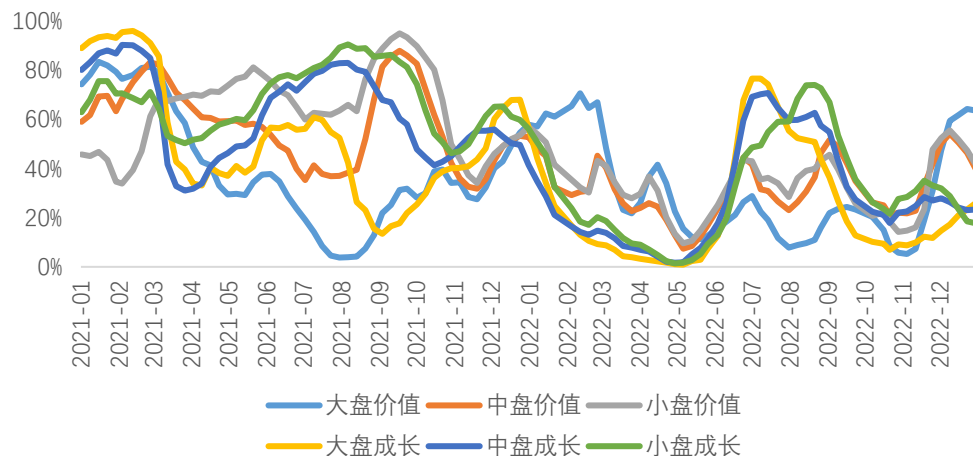
1. 权益：复苏交易主线行业拥挤度不再提升，市场定价开始出现高低切换的变化

1月第1周，A股的风险溢价小幅上升，目前估值处在【中性】水平附近，处在中位数以上0.07个标准差水平。其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价小幅分别上升至52%、71%、68%，中盘股（中证500）的风险溢价上升至18%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为62%、60%、61%、36%分位。

1月第1周，除大盘成长交易拥挤度小幅回升，中盘成长与上周基本持平以外，其他风格的交易拥挤度都出现了不同程度的下降。大盘价值的交易拥挤度10月底以来首次开始回落，可能预示着前期的复苏交易主线短期内已经充分定价乐观预期，而低位缓慢改善的大盘成长开始获得轮动空间。具体来看，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%、26%、40%、23%、42%、18%历史分位。

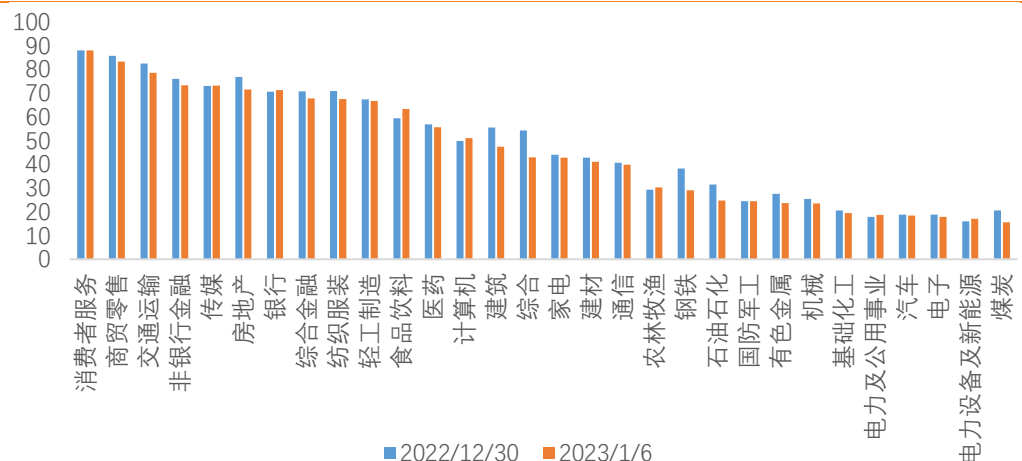
1月第1周，30个一级行业的平均拥挤度下降至46%分位，广谱市场情绪仍处于中性附近。当前拥挤度最高的为消费者服务、商贸零售、交通运输和非银金融，分别为88%、83%、79%和73%分位，其中消费者服务和前期持平，商贸零售、交通运输、非银金融的交易拥挤度开始下降。电子、电力及公用事业、电力设备及新能源和煤炭的拥挤度最低，但电新的交易拥挤度已经开始触底反弹。从交易拥挤度的变化来看，随着复苏交易的主线行业对经济复苏预期逐渐定价完成，市场定价开始出现高低切换的变化。

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：市场开始预期流动性放松

1 月第 1 周，央行逆回购到期净回笼 16010 亿元，但跨年资金需求过峰，**流动性溢价大幅下降至 16%分位**。市场对未来流动性收紧的预期小幅下降至 37%分位，市场开始预期未来一年流动性环境存在放松的可能，近期地产政策持续放松以来，市场关于降准降息的预期有所提升。期限价差持续回升至 32%分位，久期策略的性价比仍未回归中性。信用溢价下降至 95%分位，信用债的配置价值持续显现。

利率债与信用债的短期交易拥挤度继续回升，目前处在 35%和 9%分位，市场情绪并不积极，但前期的下跌趋势已基本可以确定告一段落。可转债的短期交易拥挤度继续下降，目前为 20%分位。

3. 商品：油价博弈需求，铜价反弹存在天花板

能源品：1 月第 1 周，布油下跌 8.59%至 78.6 美元/桶。原油的交易拥挤度低位徘徊（15%分位）。供给端，美国石油库存和战略储备均小幅缩减，OPEC 减产预期和美国战略库存回补仍构成油价的强支撑。全球原油需求走弱是油价现阶段的主导因素。油价下跌之后再次挑战形成的支撑位，后续供给的重要变化可能是 2 月初，俄罗斯对欧成品油出口将全面禁止。目前我们维持对油价谨慎乐观的判断。

基本金属：1 月第 1 周，铜价上涨 2.84%，沪铝和沪镍分别大幅下跌 4.47%和 7.54%。目前铜的显性库存处于历史低位，是铜价的强力支撑，刺激本轮反弹的主要原因还是对中国经济疫后修复的预期，验证时间大概率在春节之后。估值方面，目前铜金融属性的定价中性——铜金比处于中性位置，商品属性的定价也处在中性附近——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。**衰退宽松预期之下，铜的商品属性和金融属性相互对冲，铜价反弹存在天花板。**COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅回落至 40%分位，与历史比较，投机交易情绪中性偏低。

贵金属：COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度上升至 33%分位。现货黄金 ETF 周均持仓量小幅下降，黄金的短期交易拥挤度继续攀升（目前 80%分位），情绪修复给金价带来的反弹空间逐渐收窄，已经来到相对超买区间。美国 PMI 服务业数据偏弱和非农薪酬增速下滑是金价的边际利好，但目前看来联储的货币政策节奏仍存在不确定性。实际利率震荡与金价上涨的走势背离，金价进一步上涨需要坚实的基本面支撑，联储 2 月加息 25bp 后如能进一步放缓或停止加息，将对金价持续反弹提供支持。

4. 汇率：人民币定价疫后修复预期和联储宽松预期

1 月第 1 周，美元指数小幅上涨，收于 103.91。在岸美元流动性溢价小幅上涨至 22%，离岸美元流动性溢价维持不变（81%）。美国和非美经济体的金融条件差异边际变化不大，对美元指数的影响相对中性。

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_51403

