

风险定价-外资定价了多少

证券研究报告

2023年02月04日

2月第1周资产配置报告

1月下半月各类资产表现：

1月第3、4周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨2.80%，日均成交额小幅上涨至7394.10亿元。30个一级行业中28个行业实现上涨，计算机、电子和有色金属表现靠前；食品饮料、轻工制造和汽车表现靠后。信用债指数小幅上升0.02%，国债指数小幅下跌0.14%。

2月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——北向净流入已经回补缺口，港股定价外资乐观预期更加极端，A股目前定价进程过半

债券——情绪中性

商品——俄成品油制裁之后，中国的转口贸易职能可能再次加强

汇率——人民币汇率春节结汇季节性高峰过后可能出现横盘调整

海外——海外市场风险偏好继续修复

风险提示：俄乌冲突烈度进一步升级；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

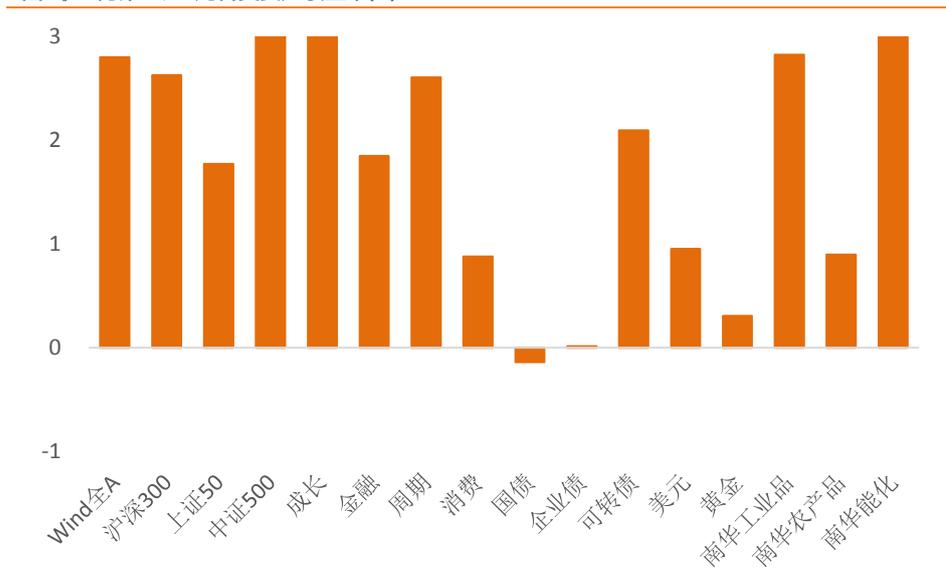
相关报告

1 《宏观报告：宏观-PMI数据中的两个细节》2023-02-01

2 《宏观报告：新春第一会，地方今年怎么搞经济？》2023-02-01

3 《宏观报告：黄金究竟是如何定价的？》2023-01-21

图 1：1 月第 3、4 周各类资产收益率(%)



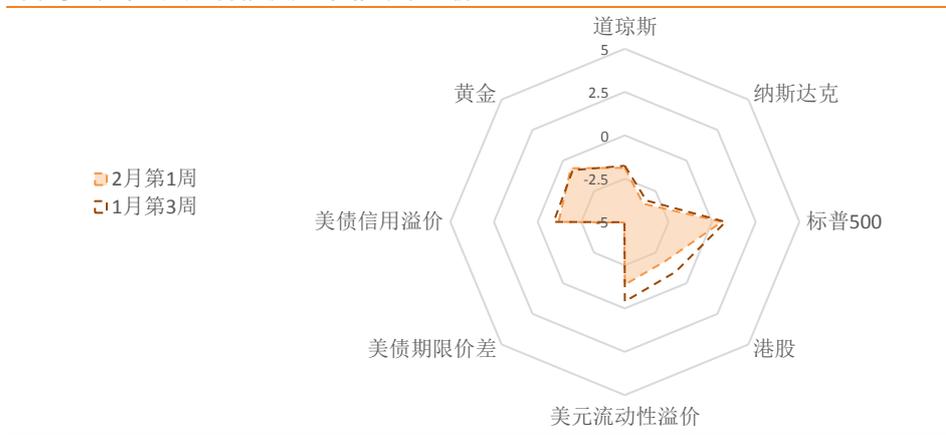
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 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 3：2 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。

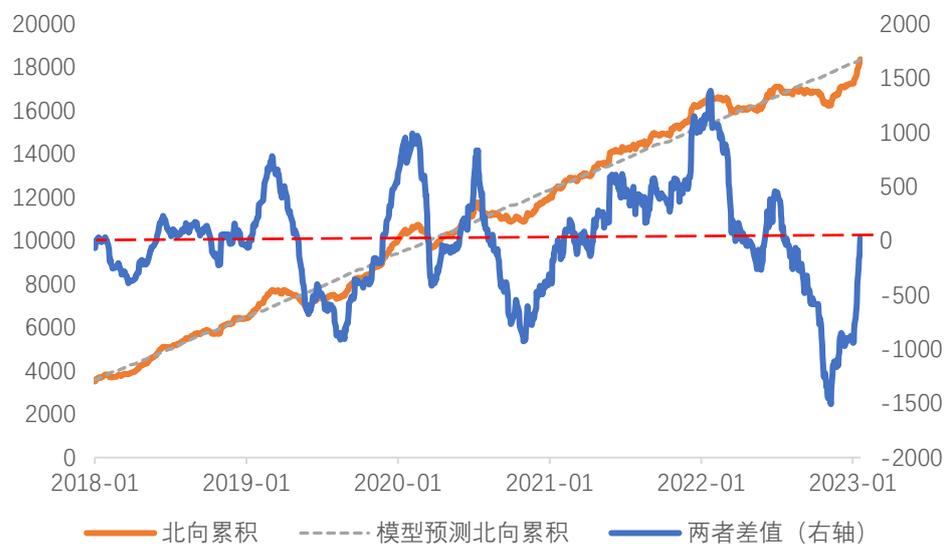
1. 权益：北向净流入已经回补缺口，港股定价外资乐观预期更加极端，A 股目前定价进程过半

本轮 A 股上涨的一个重要推手就是 11 月起外资的加速流入。我们认为，联储加息进入尾声的预期叠加国内疫后快速修复的预期是推动外资流入 A 股的主要逻辑。截止春节前，北向资金净流入超过 1100 亿，大概率会创下历史月度净流入金额的新高。

其实拉长历史来看，自 2018 年以来，北向流入的速度一直都是相对稳定的，平均年净流入在 3000 亿左右，而去年只有 900.2 亿，创 2017 年以来的新低。11 月以来外资的快速流入已经弥合了去年 3 季度外资大幅流出的缺口，目前北向净流入刚刚回到了长期趋势线以上。

回到长期趋势线后，外资是否有超额净流入（向上穿越长期趋势线），主要和海外流动性环境有关，如 2018 年加息周期——北向净流入回归趋势线后不再上升，2019 年初和 2020 年中降息周期——北向资金加速流入。

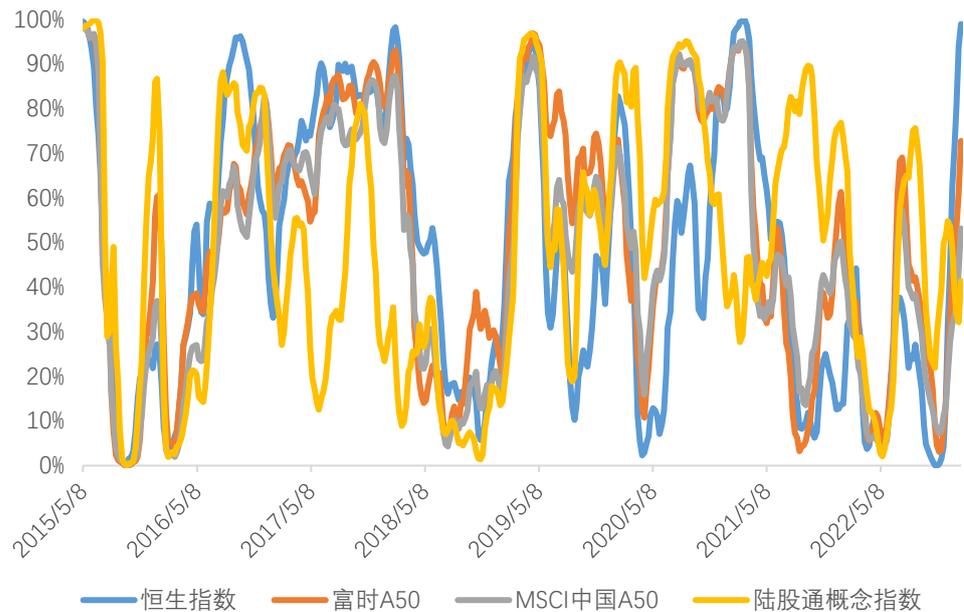
图 4：目前北向净流入已经回到长期趋势线之上（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

除了外资持续流入速度变化以外，目前市场对“中国复苏”的定价幅度也是市场非常关心的问题。外资做多 A 股市场的主要宽基指数工具包括恒生指数、富时 A50、MSCI A50、陆股通概念指数。目前四个指数的交易拥挤度分别位于 99%（处在同样拥挤水平的历史时间点为：21 年 3 月、18 年 1 月和 15 年 5 月）、73%、53%和 41%分位。从短期交易状态来看，港股的拥挤度较为极端，但剩下三个指数的交易拥挤度还在相对合理的区间。对于外资而言，港股市场的交易成本更小，因此乐观预期的定价程度也更饱满，外资对 A 股的乐观预期仍有一定定价空间，从拥挤度来看进程过半。（见图 5）

图 5：外资对 A 股的乐观预期仍有一定定价空间，从拥挤度来看进程过半（单位百分位数）



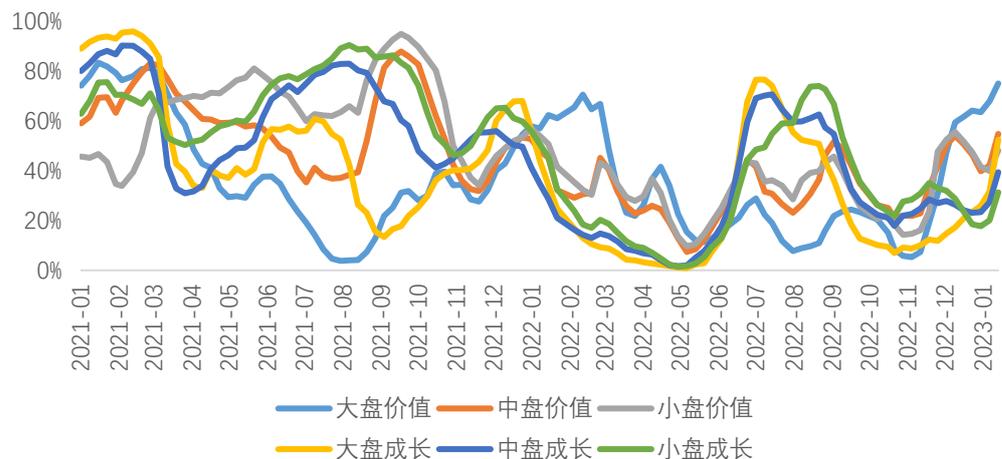
资料来源：Wind，天风证券研究所

1 月第 3 周，A 股的风险溢价小幅下降，Wind 全 A 的风险溢价处于【中性】水平（54%分位）。上证 50、沪深 300 的风险溢价分别下降至 70%、67%，中盘股（中证 500）的风险溢价上升至 23%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 60%、65%、65%、43%分位。当前 Wind 全 A 的风险溢价处在中位数以上 0.1 个标准差水平。

1 月第 3 周，所有风格股拥挤度均上升明显。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 75%、53%、55%、39%、48%、31%历史分位。

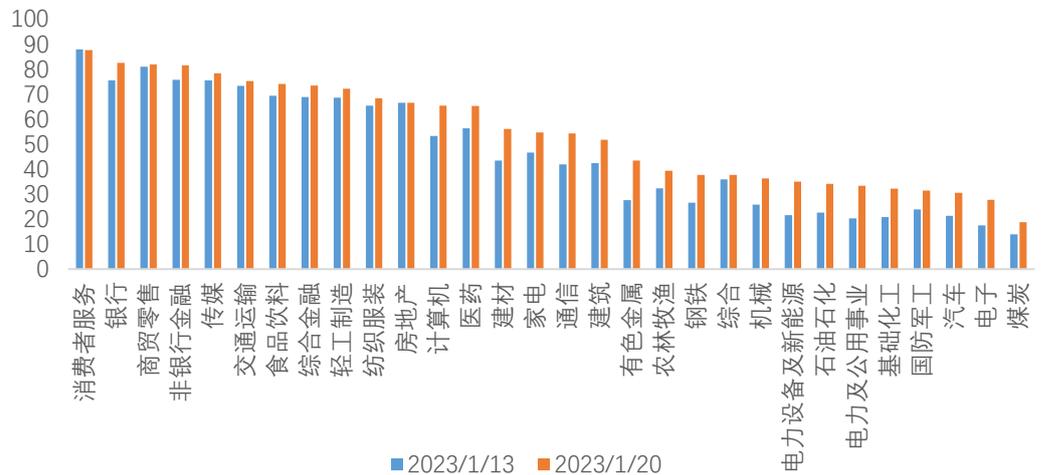
1 月第 3 周，30 个一级行业的平均拥挤度上升至 54%分位。当前拥挤度最高的为消费者服务、银行和商贸零售，分别为 88%、82%和 82%分位。煤炭、电子和汽车的拥挤度最低。煤炭、电子、汽车、军工和化工的修复进程还在早期，交易上应该基于足够的重视，复苏主线普遍已经拥挤。

图 6：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 7：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：情绪中性

节前央行逆回购到期净投放 20450 亿元，流动性溢价大幅回升至 61%分位，节后重新回落至中性下方。市场对未来流动性收紧的预期继续上升至 67%分位，期限价差上升至 32%分位，久期策略性价比处在历史较低位置。信用溢价继续下降至 84%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分别继续上升至 55%和 40%位置，市场情绪回归中性。可转债的短期交易拥挤度继续回升，上涨至 38%分位。

3. 商品：俄成品油制裁之后，中国的转口贸易职能可能再次加强

能源品：1 月下半月，布油窄幅波动，上涨 1.09%至 86.4 美元/桶。美国石油总储备上升 0.40%，其中战略储备基本维持不变。国内春节消费数据表现亮眼，缓解了之前乐观预期落空的担忧。目前市场聚焦 2 月 5 日起欧盟对俄罗斯成品油出口制裁生效后的油品市场贸易流向变化。从当前市场情况来看，欧盟成员已经提前囤积柴油应对进口中断，未来俄罗斯成品油贸易流向大概率会重塑，最有可能转向亚太。相较于直接进口，通过亚太转口将会大大降低欧洲的能源采购效率，成品油价格的支撑逐渐变强。

基本金属：1 月第 3、4 两周，铜价小幅上涨 0.92%，沪铝大幅上涨 5.85%，沪镍则下跌 5.90%。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上升至 58%分位，投机交易情绪继续改善。

贵金属：黄金价格已经进入右侧。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度上升至 35%分位。现货黄金 ETF 周均持仓量小幅上升，黄金的短期交易拥挤度继续攀升（目前 93%分位），本轮金价反弹的脆弱性已经逐渐累积。但从今年全年来看，黄金的机会是相对确定的，风险是相对有限的。（详见《黄金究竟是如何定价的？》，2023 年 1 月 21 日）如果金价出现技术性调整，则可以更加乐观一些。

4. 汇率：人民币汇率春节结汇季节性高峰过后可能出现横盘调整

1 月下半月，美元指数小幅下跌，收于 101.92。在岸和离岸美元流动性溢价普遍下跌，分别为 11%、62%。美国和非美经济体的金融条件差异继续收敛，带动美元指数下行。

离岸人民币汇率上涨至 6.8。中美实际利差变化不大，目前中性偏高，人民币汇率的做多性价比处中性偏低。年初快速升值有两个原因：去年在 7 以上的贬值行情没有基本

面支撑——并未看到结汇需求有大幅度萎缩，叠加市场对中国疫后修复有较高期待，因此反转起来动能较大；其次和春节前的出口企业结汇需求高峰有关。今年春节靠前，季节性需求开始的早，结束的也早。以北向资金作为参考，净流入已经回归趋势线上，如果春节后流入开始减速，汇率升值至 6.70 附近可能出现横盘调整。

5. 海外：海外市场风险偏好继续修复

美国 12 月 PCE 数据继续放缓，创 2021 年 10 月以来新低，增速符合预期。同时密歇根大学消费者信心调查显示的长期通胀预期放缓。CME 的美联储观察显示，市场对 2 月 1 日联储加息 25bp 非常笃定（FFR 期货隐含概率高达 98.4%），但对年底的联邦基准利率的预期几乎没有变化。

1 月下半月，10Y 名义利率上涨 3bp 至 3.52% 水平，10Y 实际利率下 12bp 至 1.19%，10 年期盈亏平衡通胀预期上行 15bp 至 2.33%。美国经济衰退的领先指标 10 年-2 年美债利差走阔 6bp，仍维持倒挂 67bp，另一个重要指标 10 年-3 个月利差窄幅波动 3bp，倒挂幅度增加至 1.21bp。但从历史规律来看，衰退的深度可能与倒挂的深度并没有严格的对应关系。深度倒挂大概率预示着衰退，但未必是深度衰退。（详见《风险定价-复苏交易遭遇“强预期”和“弱现实”》，2022 年 12 月 9 日）

另一方面，美国四季度 GDP 数据显示经济韧性，软着陆的预期有所加强。经济的好消息再次成为市场的好消息，**美股风险溢价均小幅下降，市场风险偏好继续修复**。1 月下半月，道琼斯指数小幅下跌 0.95%，纳斯达克及标普 500 分别上涨 4.9% 及 1.79%。标普 500 和道琼斯的风险溢价分别下降至 56% 和 31% 分位，纳斯达克风险溢价下降至 15% 分位。美国信用溢价持续下降至 38% 分位，投机级信用溢价窄幅波动至 38% 分位，投资级信用溢价下降至 38% 分位，信用环境有所改善。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com