

# 风险定价-政策躁动期风格或转向中小盘成长

证券研究报告

2023年02月12日

## 2月第2周资产配置报告

2月第1周各类资产表现：

2月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨0.92%，日均成交额上涨至9825.09亿元。30个一级行业中20个行业实现上涨，汽车、计算机和国防军工表现靠前；消费者服务、银行和非银行金融表现靠后。信用债指数小幅上升0.22%，国债指数小幅上升0.20%。

2月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——节后进入政策躁动期，风格轮动或转向中小盘成长

债券——流动性环境较节前有所收紧，利率债拥挤度中性

商品——金价上涨或已经进入了右侧，调整之后可以更加乐观

汇率——美元指数可能向104-105靠拢，人民币汇率维持震荡概率大

海外——宽松预期再动摇

**风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧**

作者

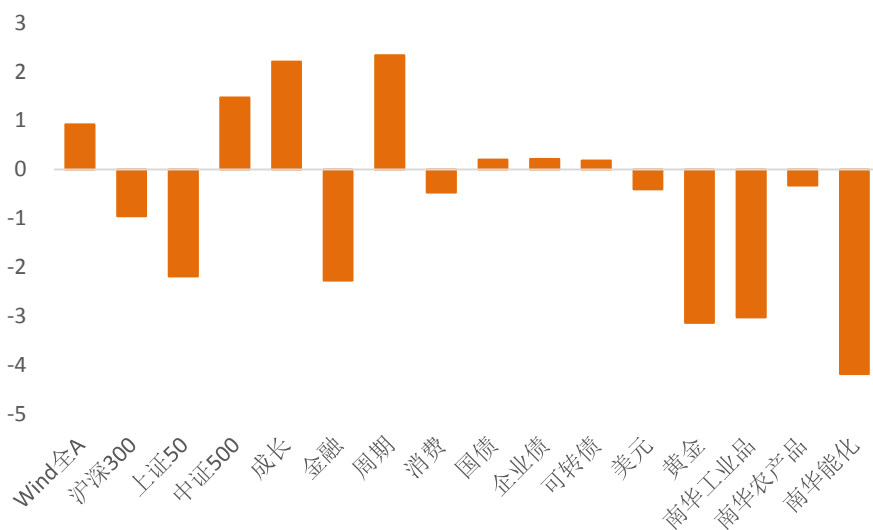
宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

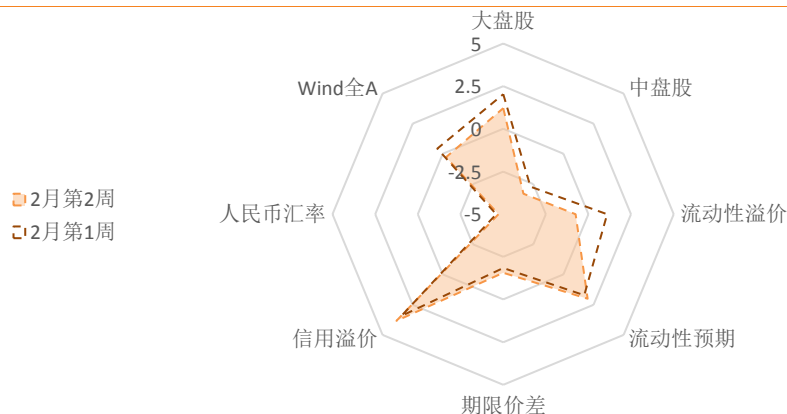
- 1 《宏观报告：2023年，全球财政重新扩张-主要海外国家财政一览》2023-02-08
- 2 《宏观报告：风险定价-外资定价了多少-2月第1周资产配置报告》2023-02-04
- 3 《宏观报告：宏观-一月金融数据前瞻》2023-02-04

图 1：2 月第 1 周各类资产收益率(%)



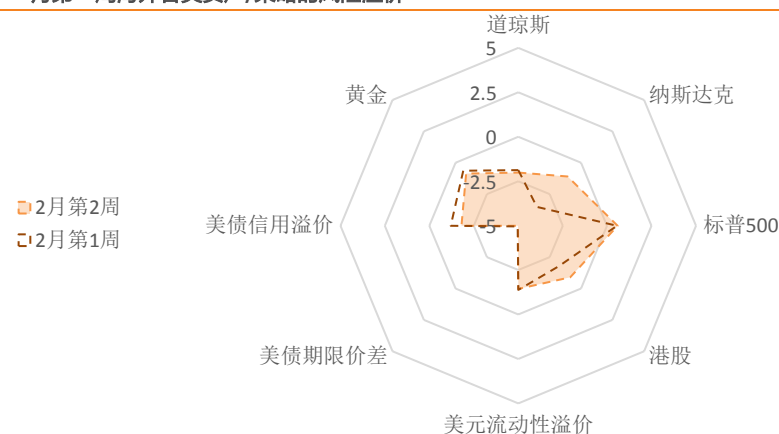
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 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 3：2 月第 2 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：节后进入政策躁动期，风格轮动或转向中小盘成长

春节期间出行旅游观影等数据报复性复苏的持续性存疑，居民收入仍然是制约消费

的因素。海外投资者之所以在过去一个季度不断上修中国经济增速预期，原因是美国居民的超额储蓄在疫情后转化为了超额消费，给美国经济复苏提供了强力支撑，但中国居民超额储蓄的体量和来源均与美国居民不同，我们预期在中国不会演绎消费报复性复苏的过程。（详见《超额储蓄能否转化成超额消费？》，2022年12月31日）

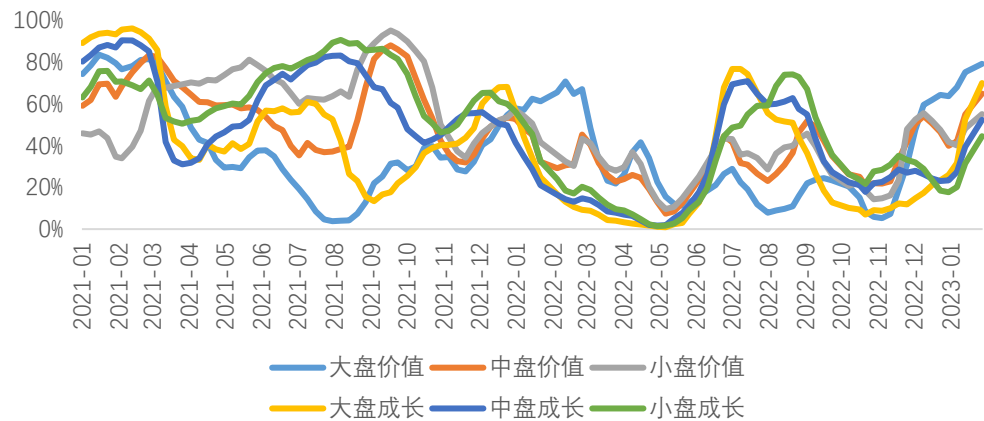
节后进入消费复苏斜率和持续性的验证期，政策也进入两会前的真空期和观察期，近期复苏交易的主线行业如地产链、消费和金融的交易拥挤度开始滞涨或回落，而成长行业的交易拥挤度继续上升。节后市场风格正在从大盘价值股向中小盘成长股轮动。

2月第1周，A股的风险溢价下降，Wind全A的风险溢价略低于【中性】水平（47%分位，中位数下0.1倍标准差）。上证50、沪深300的风险溢价分别下降至62%、57%，中盘股（中证500）的风险溢价下降至17%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为54%、57%、61%、39%分位。

2月第1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79%、70%、65%、52%、55%、45%历史分位。

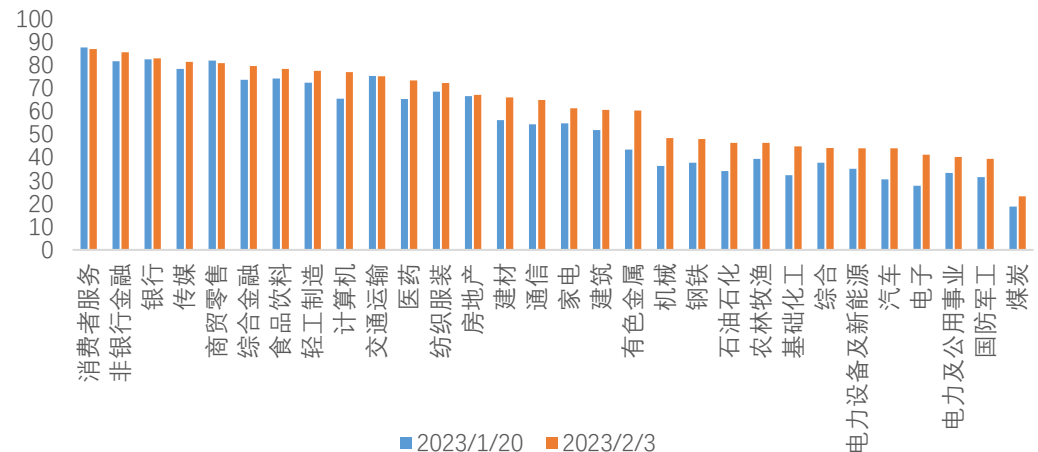
2月第1周，30个一级行业的平均拥挤度上升至61%分位。当前拥挤度最高的为消费者服务、非银行金融和银行，分别为87%、85%和83%分位。煤炭、国防军工和电力及公用事业的拥挤度最低，这些“后进”行业近期拥挤度复苏较为通顺且还有空间，交易上需要引起重视。

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）



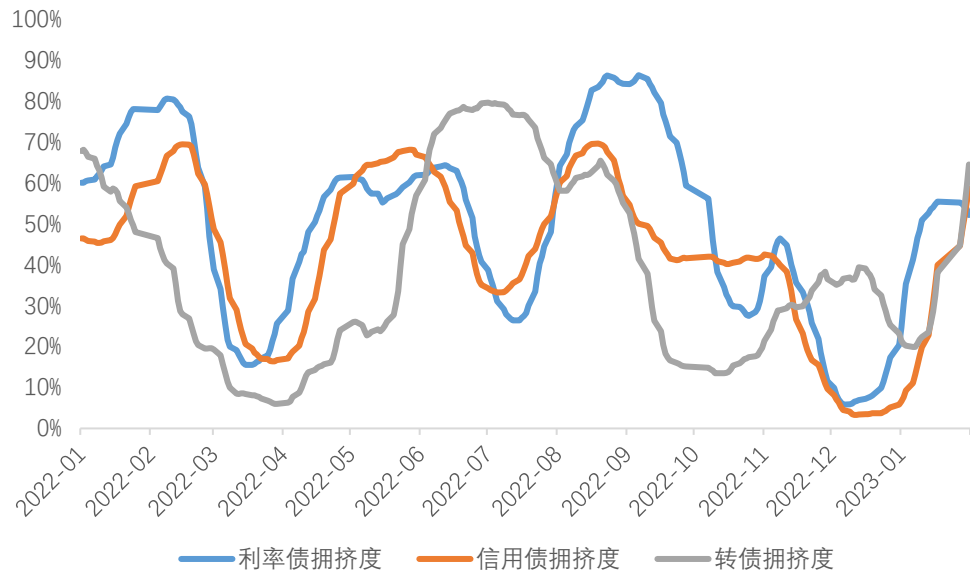
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 债券：流动性环境较节前有所收紧，利率债拥挤度中性

2月第1周，央行净回笼10680亿元，流动性溢价大幅下跌至42%分位，节后重新回落至中性下方，但小幅高于跨年需求高峰之前。市场对未来流动性收紧的预期重新上升至70%分位，期限价差上升至34%分位，久期策略性价比处在中低位置。信用溢价上升至88%分位，信用债的配置价值持续显现。

利率债的短期交易拥挤度从去年12月初的极低位置（6%分位）不断回升，春节前已经来到55%历史分位，2月第1周再次下降至52%位置。信用债的短期交易拥挤度上升至59%分位，情绪中性。可转债的短期交易拥挤度已经上涨至65%分位，情绪中高。

图6：利率债的短期交易拥挤度从去年12月初的极低位置（6%分位）不断回升，目前相对中性



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3. 商品：金价上涨或已经进入了右侧，调整之后可以更加乐观

**能源品：**2月第1周，布油下降7.41%至79.82美元/桶。欧美四季度经济数据超市场预期：美国四季度实际GDP年化季环比增速为2.9%，高于预测的2.6%；20个欧元区国家的国内生产总值（GDP）环比增长0.1%，高于此前预期的-0.1%。叠加全球流动性改善定价偏积极，油价跌破前期支撑位（布油每桶75美金）的可能性较低。去年12月以来，油价曾经三次挑战75美金的支撑位，但从未突破。因为油价下破75美金之后，美国可能会开始回补之前抛售的战略原油储备。引发近期油价调整的主要原因是油品的库存仍在不断回补，这也就意味着当下的油品供给仍在持续改善。美国石油总储备上升0.10%，其中战略储备基本维持不变。当地时间2月1日，OPEC会议维持减产计划，但俄罗斯原油出口环比改善明显（1月港口石油装载量预计环比增加50%）。2月开始欧洲将制裁俄罗斯成品油出口，俄罗斯可能减少炼化产能增加原油出口，原油和成品油价格的剪刀差可能短暂扩大。

**基本金属：**2月第1周，铜价下降3.65%，沪铝小幅下降0.10%，沪镍则上涨3.50%。铜与原油面临类似的问题，就是库存的回升，当前季节性累库速率略快于往年。铜价前期对海外宽松预期定价积极，在欧美经济和美非农数据超预期之后，预期出现松动，开始技术性调整。此外，节后国内的复苏斜率验证也是铜价是否进一步下跌的路标。目前铜的金融属性定价中性——铜金比处于中性位置，铜的商品属性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，基本处在历史中位数附近。COMEX铜的非商业持仓拥挤度维持在58%分位，投机交易情绪略强于中性。

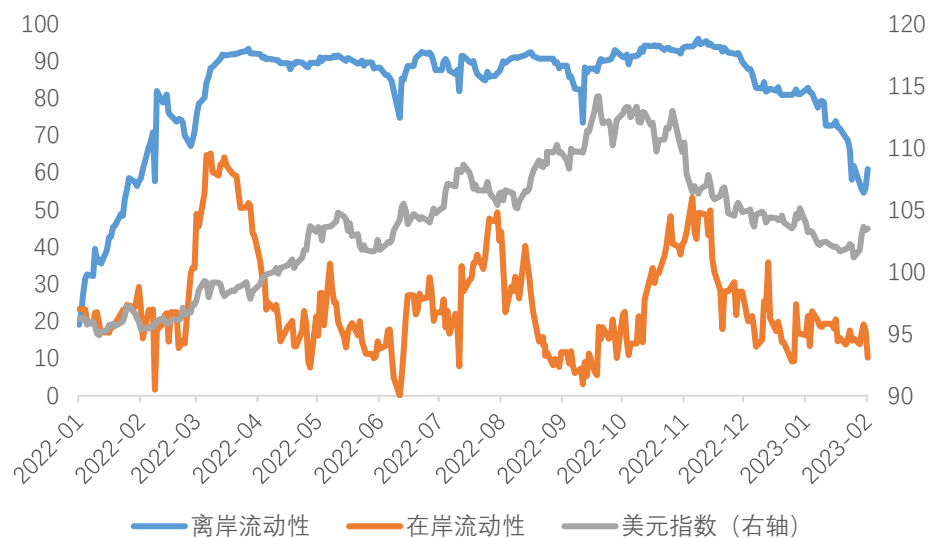
**贵金属：**黄金价格在欧美经济数据和非农数据公布后，出现了明显的调整，伦敦金现货价格周度下跌3.24%。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度维持在35%分位的水平，投机情绪中低。现货黄金ETF周均持仓量窄幅波动，黄金的短期交易拥挤度继续攀升（目前

94%分位)，我们在 1 月第 3 周风险定价报告中提示过“金价拥挤交易瓦解的风险逐渐累积，不排除技术性调整的可能。”（《风险定价-加息预期继续降温》，2023 年 1 月 20 日）但从今年全年来看，黄金的机会相对确定，风险相对有限，金价上涨或已经进入了右侧，调整后可以更加乐观一些（详见《黄金究竟是如何定价的？》，2023 年 1 月 21 日）。

## 4. 汇率：美元指数向 104-105 靠拢，人民币汇率维持震荡概率大

2 月第 1 周，美元指数小幅上升，收于 103.00。在岸和离岸美元流动性溢价普遍下跌，分别为 10%、61%。离岸美元流动性环境去年 12 月初开始从高位回落，目前逐渐回归中性，目前欧美金融条件差异较为稳定，美元指数跟随美元流动性溢价下降而下降。

图 7：离岸美元流动性环境去年 12 月初开始从高位回落，目前逐渐回归中性（流动性单位：百万分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在 2013 年 1 月 20 日的报告《风险定价-加息预期继续降温》中提到“影响美元指数的美德实际利差近期快速下行至联储加息之前和 2022 年中水平，显示宽松预期交易短期内定价幅度可能已经充分”，之后美元指数开始震荡走高。当前的美元指数仍然略低于我们美元定量模型的预测值（104-105），预计美元指数将继续向模型的预测值靠拢。

离岸人民币汇率上涨至 6.8。中美实际利差目前仍处在中性偏高位置，人民币汇率的做多性价比处中性偏低，赔率上不支持人民币短期快速升值。目前人民币汇率与我们的模型预测值基本持平，春节结汇的季节性过峰后，人民币维持震荡的概率较大。

## 5. 海外：宽松预期再动摇

1 月非农新增就业 51.7 万，远超市场预期，失业率不升反降，薪资环比增速持平，同比增速放缓略不及预期。宽松预期再次出现松动，2 年期美债收益率跳升 20bps，美元指数快速反弹，美股和黄金下跌，CME 美联储观察的加息顶部预期再次逼近 5%。

开年以来，海外交易者把注意力集中在有利于宽松预期的证据上：过去半年 CPI 数据持续回落叠加 12 月非农薪资涨幅不及预期促成了预期一致的宽松交易，资金跑步入场，美股恐惧与贪婪指数（Fear & Greed Index）一度升至 79 点，进入“极端贪婪”水平。市场目前的降息节奏预期显著早于联储给出的点阵图指引，点阵图显示明年开始降息，而 CME 的美联储观察则预期降息会出现在今年下半年。

今年上半年美国通胀大概率在高基数的影响下继续回落，但下半年开始基数走低，除房租外的服务通胀将决定通胀的环比走势，目前劳动力市场供求仍然紧张，对下半年的降息预期存在较大预期差。3 月 FOMC 联储将给出今年第一份经济预期，其中对经济软着陆和通胀低点的预测对市场降息预期至关重要。

2 月第 1 周，10Y 名义利率窄幅波动 1bp 至 3.53%水平，10Y 实际利率上涨 12bp 至 1.31%，10 年期盈亏平衡通胀预期下行 11bp 至 2.22%。美国经济衰退的领先指标 10 年-2 年美债利差收窄 10bp，倒挂幅度增加至 77bp，另一个重要指标 10 年-3 个月利差窄幅波动 4bp，仍维持倒挂 117bp。需要注意的是，我们在之前的报告中反复强调过，衰退的深度与倒挂的深度并没有严格的对应关系，深度倒挂虽然大概率预示了衰退，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）

2 月第 1 周，道琼斯指数窄幅波动 0.15%，纳斯达克及标普 500 分别上涨 3.31%及 1.62%。标普 500 风险溢价窄幅波动至 56%分位，纳斯达克风险溢价上升至 39%分位，道琼斯的风险溢价小幅下降至 30%分位。美国信用溢价持续下降至 32%分位，投机级和投资级信用溢价分别下降至 30%和 34%分位，信用环境继续改善。



## 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