

风险定价-宽松预期交易继续修正

证券研究报告

2023年02月22日

2月第4周资产配置报告

2月第3周各类资产表现：

2月第3周，美股指数涨跌不一。纳指小幅上涨0.59%，道指和标普分别下跌0.13%和0.28%。Wind全A下跌1.70%，日均成交额上升至9883.13亿元。30个一级行业中6个行业实现上涨，食品饮料、石油石化和纺织服装表现靠前；房地产、电子和电力设备及新能源表现靠后。信用债指数小幅上升0.24%，国债指数窄幅波动（上升0.09%）。

2月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——交易拥挤度平均70%分位，广谱情绪修复逐渐充分

债券——2月信贷需求仍旺盛，对流动性供给造成明显挤出

商品——金融属性走弱拖累短期商品表现

汇率——离岸美元流动性快速收紧，支撑美元反弹

海外——宽松预期的交易继续修正

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

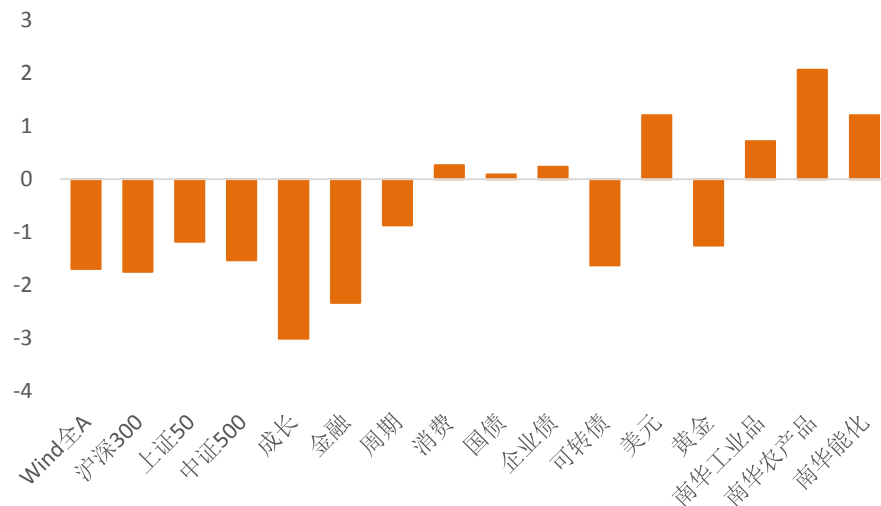
相关报告

1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——医药》2023-02-21

2 《宏观报告：行业 ESG 评价关注什么指标？》2023-02-13

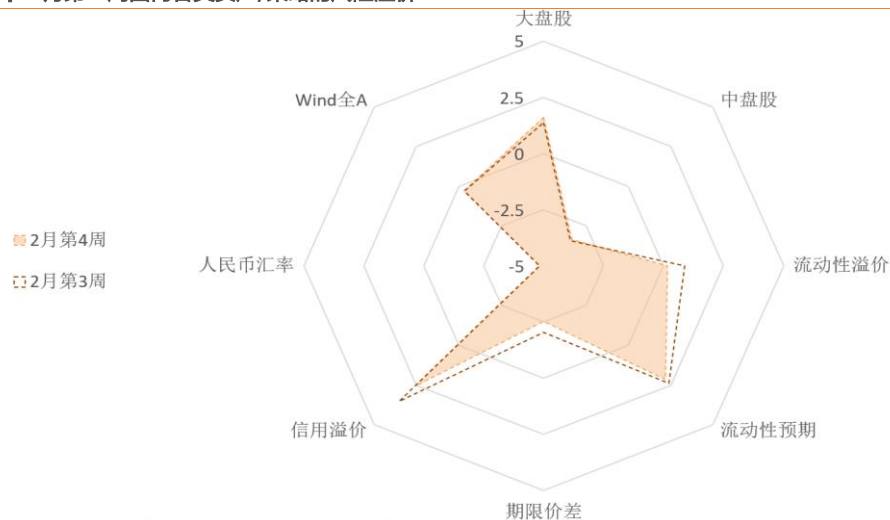
3 《宏观报告：风险定价-政策躁动期风格或转向中小盘成长-2月第2周资产配置报告》2023-02-12

图 1：2 月第 3 周各类资产收益率(%)



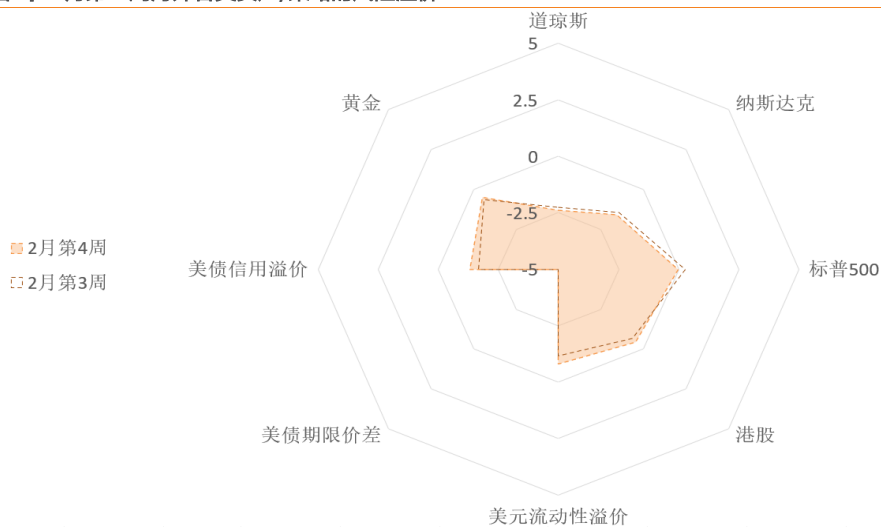
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 月第 4 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 4 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：交易拥挤度平均 70%分位，广谱情绪修复逐渐充分

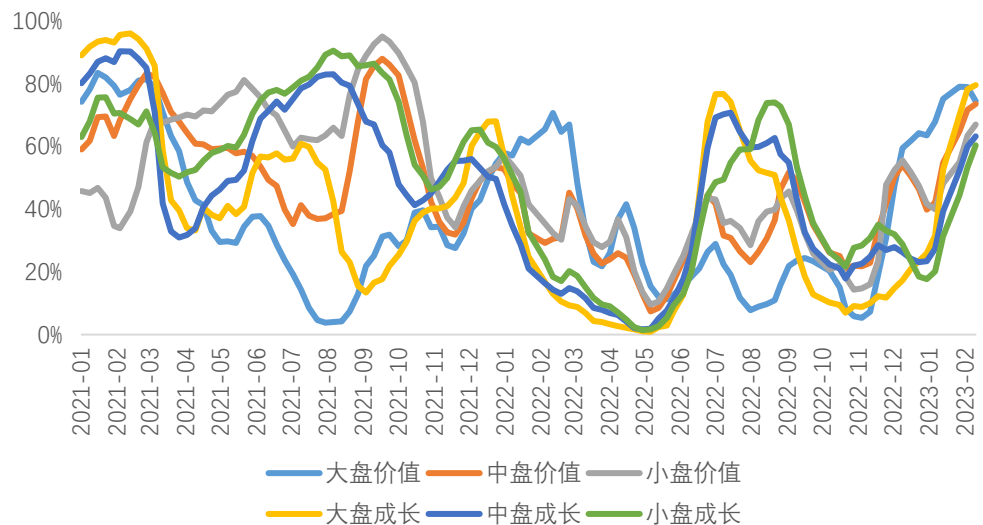
从春节后到两会前，市场处于政策躁动期和数据真空期，资金流向成为衡量市场情绪的重要指标。资金流向方面依然积极，虽然近期北向资金流入速度放缓，但没有出现大幅净流出，未来净流入的速度预计与长期趋势持平（每月平均 250 亿人民币）。其次，春节后融资余额开始出现明显反弹，杠杆资金接力北向资金为市场微观流动性提供了支撑。

2 月第 3 周，大盘价值的情绪钟摆开始回摆，而其他风格指数目前仍保持上升。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%、80%、74%、63%、67%、60%历史分位。六类风格指数的交易拥挤度平均值已经达到 70%分位，接近 2019 年 2 月底、12 月底和 2020 年 7 月的水平，广谱情绪从底部修复的过程已经逐渐充分，拥挤交易的脆弱性开始累积。

2 月第 3 周，A 股的风险溢价维持 47%分位，Wind 全 A 的风险溢价略低于【中性】水平（中位数下 0.1 倍标准差）。上证 50、沪深 300 的风险溢价分别上升至 66%、59%，中盘股（中证 500）的风险溢价维持 16%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分别为 60%、55%、61%、43%分位。

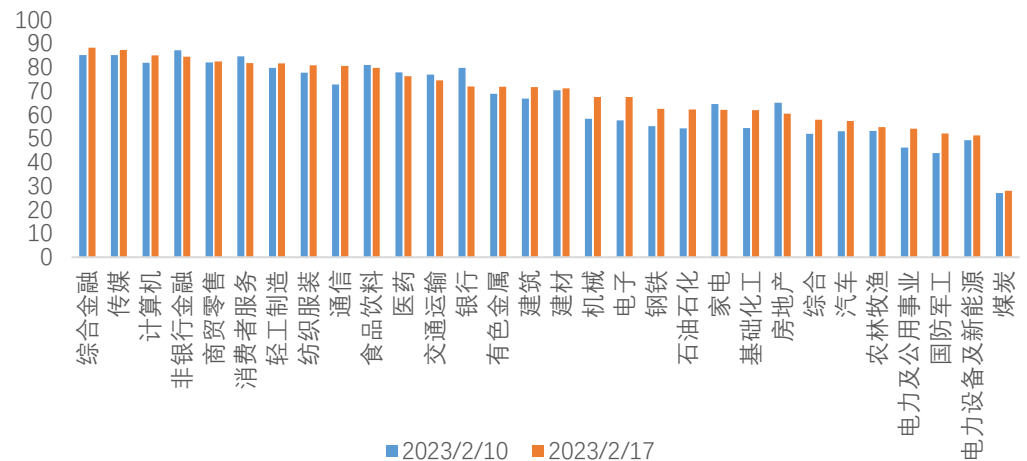
2 月第 3 周，30 个一级行业的平均拥挤度上升至 69%分位，当前拥挤度最高的为综合金融、传媒和计算机，分别为 88%、87%和 85%分位。电力及公用事业、国防军工和煤炭的拥挤度最低，市场轮动是政策躁动期和数据真空期的特征，因此低拥挤度板块在交易上值得重视。

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：2月信贷需求仍旺盛，对流动性供给造成明显挤出

2月第3周，央行逆回购到期净回笼210亿元，**流动性溢价下降至52%分位，回归中性**。市场对未来流动性收紧的预期回落至72%分位，期限价差下降至25%分位。信用溢价大幅下降至76%分位。春节之后流动性较跨年需求高峰前收紧明显，原因主要是信贷需求旺盛：2月第3周票据利率继续高位震荡，国股足年直贴利率从上周的2.09%回升至2.12%，足年国股转贴从2.02%回升至2.11%。信贷高需求压降银行的超额储蓄率，从而对银行间流动性的供给造成了明显的挤出。

利率债的短期交易拥挤度继续下降至34%分位，信用债的短期交易拥挤度回落至64%分位，可转债的短期交易拥挤度进一步上涨至81%分位，情绪中性偏高。

3. 商品：金融属性走弱拖累短期商品表现

能源品：2月第3周，布油下跌3.90%至83.15美元/桶。原油的交易拥挤度维持24%分位。美国石油总储备上升1.19%，其中战略储备基本维持不变。美国EIA原油库存意外激增1628.3万桶，创2021年3月份以来最大单周升幅。但油价目前下方的支撑位非常坚挺，挑战多次都并未突破。因此调整幅度相对有限，我们维持短期内油价继续震荡的判断。

基本金属：2月第3周，铜价小幅上涨1.71%，沪铝和沪镍分别下降1.12%和5.98%。元宵节后铜下游企业逐渐开始复工，前期铜库存累积的速度开始放缓，1月国内房价开始出现回暖迹象，国内需求复苏预期对铜价形成了一定支撑。但前期铜价定价了较为乐观的宽松预期，受近期海外金融属性的拖累，价格有小幅回落。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：宽松预期继续松动，伦敦金现货价格下跌1.26%。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度维持在36%分位的水平，投机情绪中低。现货黄金ETF周均持仓量小幅上升，黄金的短期交易拥挤度窄幅波动（目前87%分位），金价长期的定价尺度是对全球法定货币体系的担忧，在地缘政治冲突没有明显缓解的前提下，可能仍将背离中短期的定价因素（实际利率和VIX）。一月中国央行继续增持黄金，预计全球央行黄金储备上升还是今年黄金价格的重要支撑。（详见《黄金究竟是如何定价的？》，1月21日）

4. 汇率：离岸美元流动性快速收紧，支撑美元反弹

2月第3周，美元指数小幅上升，收于103.88。在岸美元流动性溢价小幅上升至8%，离岸美元流动性溢价上升至75%，欧美金融条件再次拉开，离岸美元流动性的快速收紧支持美元反弹。美德实际利差从2月初的1.06%快速回升至1.37%，与去年6月底相持平。

(当时美元指数为 104.7)，目前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。

离岸人民币汇率小幅震荡。中美实际利差逐渐回归中性位置 (一年中美实际利差为 150bps, 48%分位)，人民币汇率的做多性价比处中性水平。目前人民币汇率与我们的模型预测值基本持平，出口数据回暖之前，人民币维持震荡的概率较大。

5. 海外：宽松预期的交易继续修正

2 月第 3 周，美国在岸流动性溢价快速下降至历史低位附近 (5%分位)，芝加哥联储的金融状况指数触及去年 4 月以来的最低点。在基准利率处于过去 15 年最高点的背景下，美国流动性环境依然宽松，证明美国金融机构的资产负债表没有恶化迹象，不具备出现硬着陆的经济基础。1 月美国通胀超预期，核心服务通胀的韧性较强，二手车新车等核心商品的价格也开始出现触底回升的迹象。

前期对联储降息预期的快速定价存在进一步修正的可能。CME 美联储观察显示，3 月加息 1 次 (每次 25bps, 下同) 的预期基本不变，3-5 月加息预期 50bps 的概率 74.2% 上升至 76.7%，3-6 月加息 75bps 的概率超过 50%，预计 FFR 的高点将出现在 7 月，对年底的 FFR 预期值上修至 4.9%，进一步靠近联储给出的点阵图。

2 月第 3 周，10Y 名义利率上升 8bp 至 3.82%水平，10Y 实际利率上涨 5bp 至 1.46%，10 年期盈亏平衡通胀预期走阔 3bp 至 2.36%。10 年-2 年利差倒挂幅度扩大至 78bp，10 年-3 个月利差倒挂 102bp。需要注意的是，衰退深度与倒挂深度并没有严格的对应关系，甚至这次不能代表一定会衰退。(详见《美国经济未必衰退》，2 月 12 日)

2 月第 3 周，美股指数均呈现不同程度的下跌，美股指数涨跌不一。纳斯达克小幅上涨 0.59%，道琼斯和标普 500 分别下跌 0.13%和 0.28%。道琼斯、纳斯达克及标普 500 风险溢价分别下降至 26%、34%和 50%分位。美国信用溢价上升至 37%分位，投机级信用溢价上升至 38%分位，投资级信用溢价上升至 36%分位，信用环境韧性较强。

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