

## 风险与回报

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525050001

**核心观点：当风险难以掌控，控制仓位或是春节前的最优解。**

交易上重视胜率与赔率，将风险回报比控制在最大是长期交易取得成功的关键。展望春节假期，不确定性依旧较高，叠加春节长假较长的时间风险暴露，可能带来潜在的大幅回撤，此时若过于激进，便是将自己陷于“败兵先战而后求胜”的危险境地。以下几个风险因素可能推动春节期间的调整：

### （一）市场对AI大规模资本开支态度的转变

市场对AI大幅资本开支的态度正从乐见转向厌恶。美股科技巨头巨大的资本开支是美股过去几年在高利率下一路高歌猛进的重要支撑，而此前甲骨文的资本开支问题已经引发市场的关注，这一次蔓延至了谷歌和亚马逊。在谷歌和亚马逊披露了未来巨额的资本开支后，5年期CDS跳升，股价大幅下行，显示了市场在资本开支的问题上已从乐见其成转为怀疑保守。

### （二）超预期的通胀和就业数据

在降息进程进入深水区的情况下，超预期的通胀和就业数据可能带来巨大且持续的波动，需警惕本周超预期数据带来的尾部风险。随着利率逐步进入所公认的中性利率区间，进一步降息的门槛将提高。目前市场对通胀前景的展望较为乐观，但即使受利率影响较大的，耐用品消费和抵押贷款活动也已恢复了上行趋势，一旦1月通胀数据超出市场预期，平淡已久的利率市场或将大幅上行对市场带来压力。从下图来看，近几年1月通胀数据常超预期（企业往往在年末降价而在年初调升价格）并推动2年期利率上行。

### （三）地缘风险最难预测

地缘风险最难预测，且往往通过油价间接带来利率风险。一旦美伊谈判出现问题，油价上涨和通胀预期的上行将对其余风险资产产生压力。从持仓来看，原油投机性多头持仓成趋势上行，投机性空头开始初步减仓，显示市场正在押注油价上涨。

### （四）波动率的异常：跨资产波动率的背离&超高波动率下的低赔率。

美债波动率处于近几年低位水平，而其余资产波动率正处于绝对高位（如贵金属、原油、有色等），这并不常见。高波动率表明市场情绪已经过热，此时无论多空获得超额收益的难度都较大，即使我们依旧长期看好

有色、原油等商品资产，但过高的波动率结合春节长假过高的时间风险，降低仓位仍是更好的选择。长期的低波动率往往代表着“暴雨前的宁静“，未来某种叙事将推动资产价格突破区间。考虑到1月通胀季节性向上脉冲的概率较大，原油多头持仓的趋势性上行，利率向上跳涨的可能性更大，使得估值承压。

**风险提示：**

1. 美国通胀和就业数据平稳；
2. 美伊、美俄乌达成协议；
3. 科技企业资本开支担忧情绪消退。

## 目录

一、 风险与回报.....	5
(一) 市场对 AI 大规模资本开支态度的转变.....	5
(二) 超预期的通胀和就业数据.....	6
(三) 地缘风险最难预测.....	7
(四) 波动率的异常：跨资产波动率的背离&超高波动率下的低赔率。.....	8
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 大规模资本开支计划公布后, 科技企业 CDS 价格上行 .....	5
图表 2: 通胀数据常在 1 月超预期推动利率上行 .....	6
图表 3: 受利率影响较大的耐用品消费和抵押贷款活动已恢复上行趋势 .....	7
图表 4: 原油投机性多头持仓趋势上行, 空头初步减仓 .....	8
图表 5: 美债波动率低位, 原油、黄金波动率小幅回落后仍处于历史高位 .....	9
图表 6: 白银波动率历史新高且仍未明显降低 .....	9

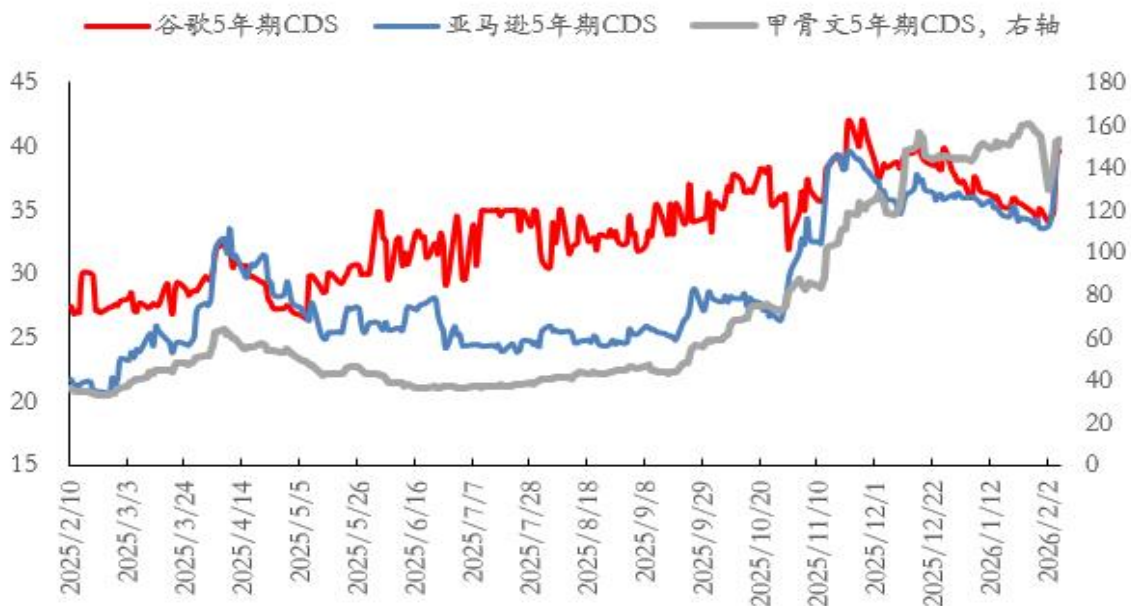
## 一、 风险与回报

当风险难以掌控，控制仓位或是春节前的最优解。交易上追求胜率与赔率，将风险回报比控制在最大是长期交易取得成功的关键。展望春节假期，不确定性依旧较高，叠加春节长假较长的时间风险暴露，可能带来潜在的大幅回撤，此时若过于激进，便是将自己陷于“败兵先战而后求胜”的危险境地。以下几个风险因素可能推动春节期间的调整：

### (一) 市场对 AI 大规模资本开支态度的转变

市场对 AI 大幅资本开支的态度正从乐见转向厌恶。美股科技巨头巨大的资本开支是美股过去几年在高利率下一路高歌猛进的重要支撑，而此前甲骨文的资本开支问题已经引发市场的关注，这一次蔓延至了谷歌和亚马逊。在谷歌和亚马逊披露了未来巨额的资本开支后，5 年期 CDS 跳升，股价大幅下行，显示了市场在资本开支的问题上已从乐见其成转为怀疑保守。

图表 1：大规模资本开支计划公布后，科技企业 CDS 价格上行

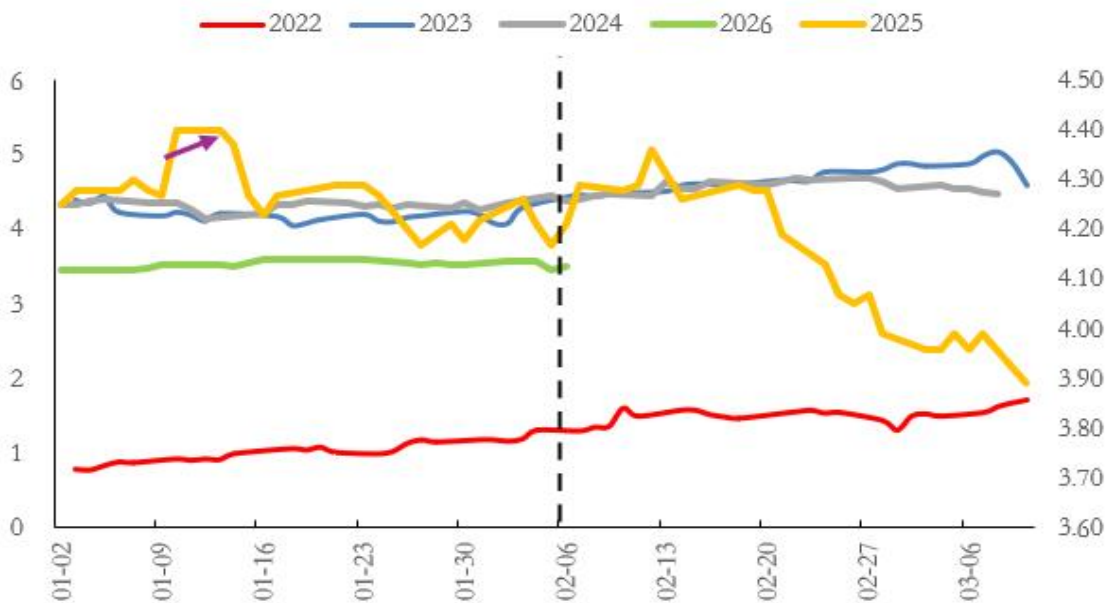


资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

## (二) 超预期的通胀和就业数据

在降息进程进入深水区的情况下，超预期的通胀和就业数据可能带来巨大且持续的波动，需警惕本周超预期数据带来的尾部风险。随着利率逐步进入所公认的中性利率区间，进一步降息的门槛将提高。目前市场对通胀前景的展望较为乐观，但即使受利率影响较大的，耐用品消费和抵押贷款活动也已恢复了上行趋势，一旦1月通胀数据超出市场预期，平淡已久的利率市场或将大幅上行对市场带来压力。从下图来看，近几年1月通胀数据常超预期（企业往往在年末降价而在年初调升价格）并推动2年期利率上行。

图表 2：通胀数据常在 1 月超预期推动利率上行



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 3：受利率影响较大的耐用品消费和抵押贷款活动已恢复上行趋势

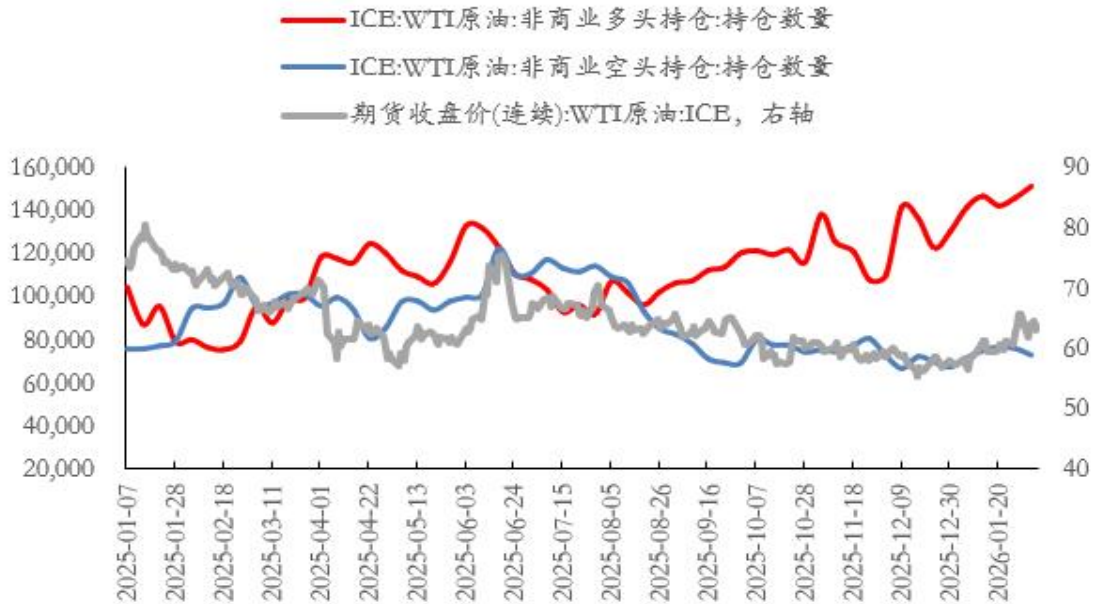


资料来源：iFind，太平洋证券整理

### (三) 地缘风险最难预测

地缘风险最难预测，且往往通过油价间接带来利率风险。一旦美伊谈判出现问题，油价上涨和通胀预期的上行将对其余风险资产产生压力。从持仓来看，原油投机性多头持仓成趋势上行，投机性空头开始初步减仓，显示市场正在押注油价上涨。

图表 4：原油投机性多头持仓趋势上行，空头初步减仓

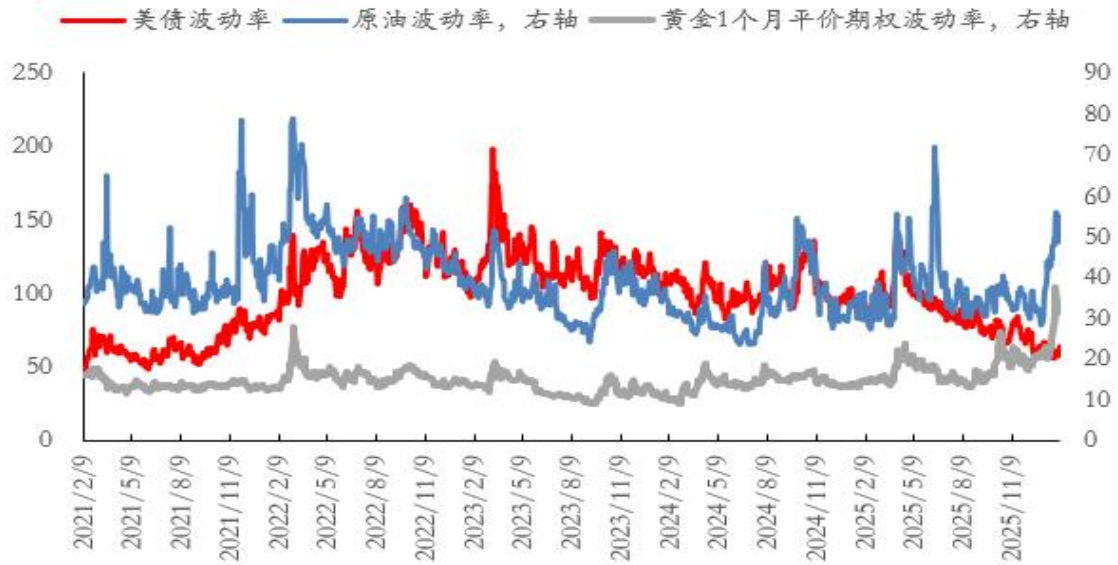


资料来源：iFind，太平洋证券整理

#### (四)波动率的异常：跨资产波动率的背离&超高波动率下的低赔率。

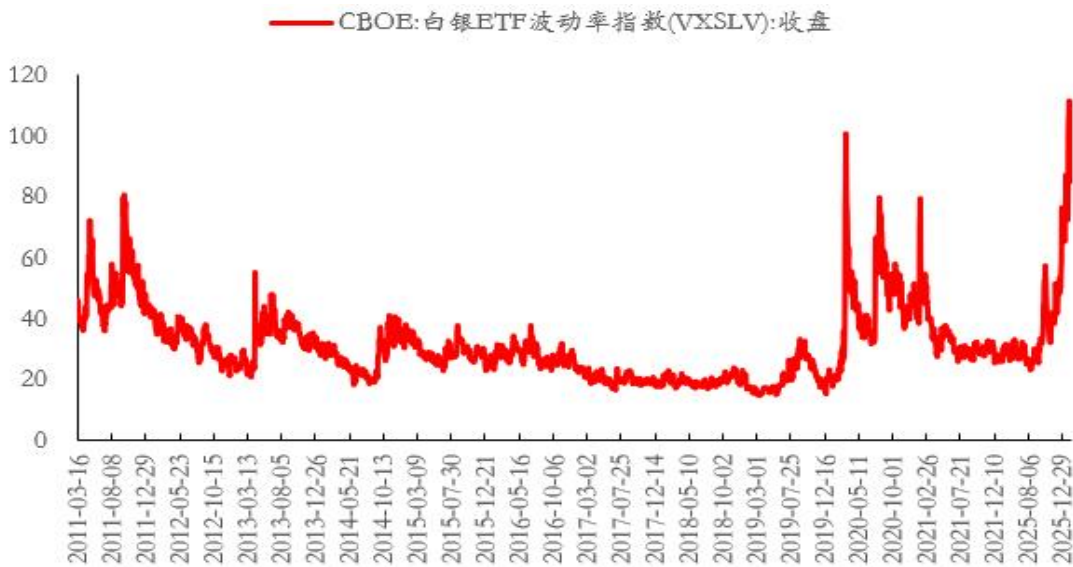
美债波动率处于近几年低位水平，而其余资产波动率正处于绝对高位（如贵金属、原油、有色等），这并不常见。高波动率表明市场情绪已经过热，此时无论多空获得超额收益的难度都较大，即使我们依旧长期看好有色、原油等商品资产，但过高的波动率结合春节长假过高的时间风险，降低仓位仍是更好的选择。长期的低波动率往往代表着“暴雨前的宁静”，未来某种叙事将推动资产价格突破区间。考虑到1月通胀季节性向上脉冲的概率较大，原油多头持仓的趋势性上行，利率向上跳涨的可能性更大，使得估值承压。

图表 5: 美债波动率低位, 原油、黄金波动率小幅回落后仍处于历史高位



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图表 6: 白银波动率历史新高且仍未明显降低



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

### 风险提示

1. 美国通胀和就业数据平稳; 2. 美伊、美俄乌达成协议; 3. 科技企业资本开支担忧情绪消退。

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。