

风险定价-美元市场流动性问题值得重视

证券研究报告

2022年03月09日

3月第2周资产配置报告

3月第1周各类资产表现：

3月第1周，美股指数多数下跌。Wind全A下跌了1.27%，成交额4.8万亿元，成交额大幅下降。一级行业中，煤炭、农林牧渔和交通运输表现靠前；家电、电子和汽车等表现靠后。信用债指数下跌0.10%，国债指数下跌0.19%。

3月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场整体处于滞胀交易状态，大盘蓝筹的情绪有所升温

债券——流动性溢价大幅回落

商品——商品进入战争定价时间

汇率——人民币体现出一定的避险货币属性

海外——美元流动性溢价大幅上升，美元市场流动性问题值得重视

风险提示：俄乌冲突上升为更大规模的战争；出口回落快于预期；货币政策超预期收紧

作者

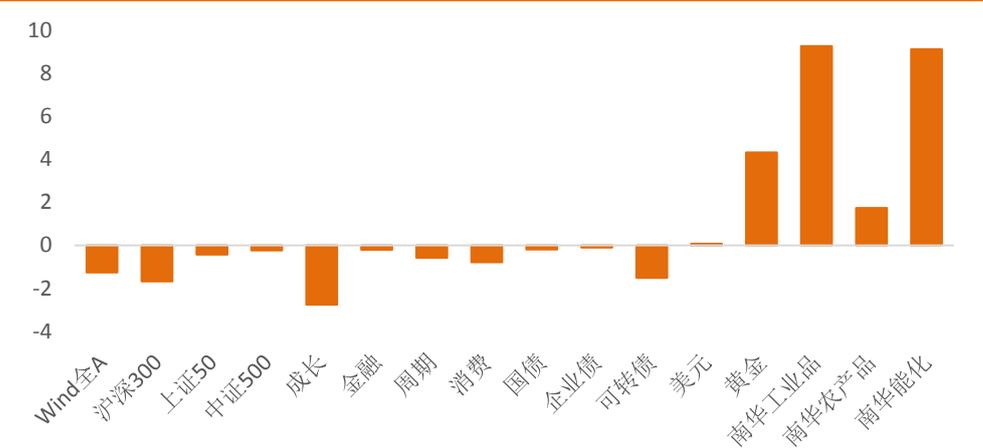
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

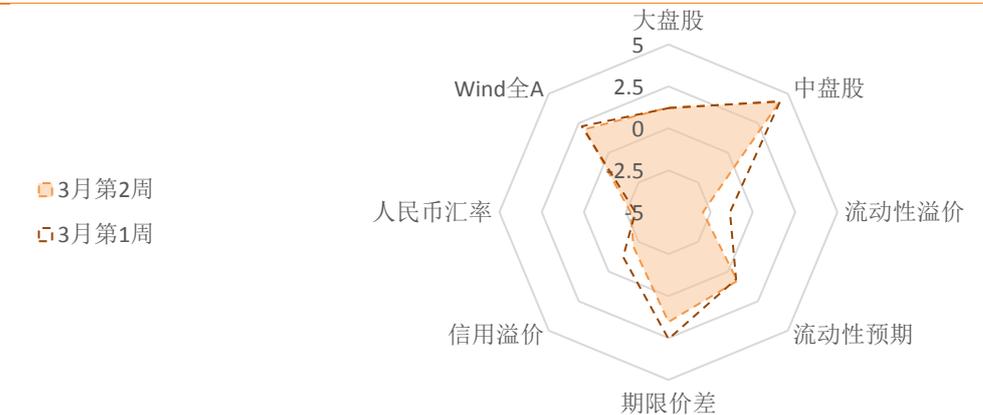
- 1 《宏观报告：两会有哪些新提法》
2022-03-07
- 2 《宏观报告：宏观-5.5%的增长目标
如何实现？》2022-03-06
- 3 《宏观报告：海外市场对俄乌冲突
定价的四个阶段》2022-03-05

图 1：3 月第 1 周各类资产收益率(%)



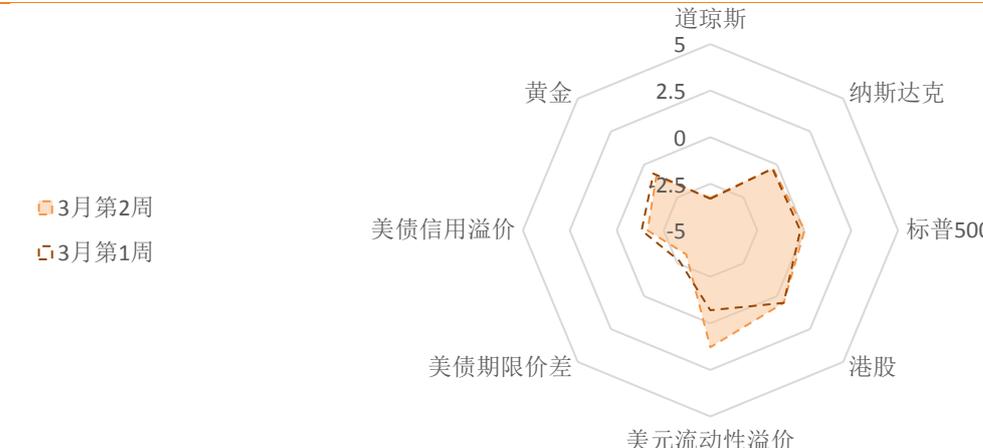
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3 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 3：3 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流动性松紧程度的预期。

1. 权益：市场整体处于滞胀交易状态，大盘蓝筹的情绪有所升

温

今年的政府工作报告将 GDP 增长目标定在“5.5%左右”，这是一个颇有挑战性的目标，“需要付出艰苦努力才能实现”。今年外需主导的出口不确定性较高，达成与经济增速匹配的内需目标（大致需要基建 5%以上、房地产不能明显负增长、制造业接近 10%）无疑需要政策面的大力支持。从 1-2 月的数据来看，现有的经济形势相较目标仍有差距，后续既需要等待配套政策的细节落地，也需要观察缺乏细节的房地产和防疫政策的动态调整，更需要跟踪政策出台后的落实效果，小心求证。（详见《5.5%的增长目标如何实现？》）

3 月第 1 周，**A 股市场整体回调，处于滞胀交易状态**。Wind 全 A 下跌 1.27%。成长股领跌，下跌 2.77%；消费股、周期股、金融股分别收跌 0.79%、0.58%和 0.21%。大盘股（上证 50 和沪深 300）震荡下跌 0.43%、1.68%，中盘股（中证 500）小幅回落 0.23%（见图 1）。

大盘股（上证 50 和沪深 300）的短期交易拥挤度小幅回升（28%和 20%分位），中盘股（中证 500）的短期拥挤度也上行至中低位置（23%分位）。**宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证 50>中证 500>沪深 300。以沪深 300 作为基准的 A 股情绪指数迅速上行至【中性偏悲观】水平（38%分位），大盘蓝筹的情绪有所升温。**衍生品市场在大盘蓝筹和中盘股上的情绪有所弥合，中证 500 基差维持在历史高位（94%分位），沪深 300 和上证 50 基差已经回升至 75%和 79%分位。

金融股的短期拥挤度维持在中位数下方（42%分位）；周期股的短期拥挤度迅速上行至中低位置（34%分位）；成长股、消费股的短期拥挤度小幅回升，但仍处在历史极低位置（17%分位和 12%分位）。**短期拥挤度从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费，消费和成长股的交易拥挤度处在极端超卖的区间内。**

一级行业中，建筑、煤炭、交通运输、综合金融、房地产的交易拥挤度排名靠前，拥挤度较上周重新小幅回升，其中煤炭的交易拥挤度上升最快（由 62%分位上升至 79%分位）；医药、电子、汽车、电新和食品饮料交易拥挤度排名靠后，且都处在 15%分位以下，超卖幅度较为极端，进一步下跌空间有限。

Wind 全 A 的风险溢价小幅回落，目前估值水平处于【偏便宜】区间（见图 2）。上证 50 与沪深 300 维持【中性偏便宜】水平，中证 500 的估值维持【很便宜】水平，赔率处在历史高点附近。金融的估值维持【很便宜】（88%分位），周期风险溢价继续下行，估值【很便宜】（82%分位），成长估值【便宜】（80%分位），消费估值【中性偏便宜】（57%分位）。**风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。**

3 月第 1 周，北向资金周度净流入 42.74 亿，北向情绪有所回温，紫金矿业、隆基股份和阳光电源净流入规模靠前。南向资金净流入 97.47 亿港元，南向交易情绪有所回温。恒生指数的风险溢价与上周基本持平，性价比中性偏高。

2. 债券：流动性溢价大幅回落

3 月第 1 周，央行公开市场操作净回笼 4300 亿，资金面保持平稳。**跨月流动性需求过后，流动性溢价回落至（20%分位），目前处于【较宽松】水平。中长期流动性预期继续小幅上升，目前在中性偏高位置（58%分位），市场对未来流动性环境的预期中性略偏紧。**

3 月第 1 周，期限价差大幅回落，下行至中位数上方（65%分位），久期策略性价比仍然中性偏高。信用溢价回落明显（29%分位），内部分化继续弥合，中低评级信用债和高评级信用债的估值水平均来到偏贵区间（信用溢价分别为 35%分位、24%分位）。

3 月第 1 周，债券市场的情绪明显降温。利率债短期拥挤度从上周中性偏拥挤位置（63%分位）迅速下降至中低位置（39%分位）。**中证转债指数的短期交易拥挤度连续下行近两个月，目前维持在较低水平（19%分位）。**信用债的短期拥挤度持续回落，已经来到中位数下方（48%分位）。

3. 商品：商品进入战争定价时间

能源品：俄罗斯是石油和天然气主要出口国，占欧盟进口天然气的大约 40%、进口原油的约三分之一。西方国家对俄制裁不断升级引发市场对俄能源供应可能中断的担忧，使能源价格承受持续上行压力。布伦特油价飙升至 118.05 美元/桶（大幅上涨 25.42%）。美国原油产能利用率小幅上涨，产量与上周持平（1160 万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回落，再创 2014 年以来新低。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度迅速上涨至 16%左右，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。

基本金属：俄罗斯是铝和镍的重要出口国，俄乌战事延续为铝价和镍价提供了较强的支撑。在铝和镍的带动下，铜价再次突破 10000 美元。3 月第 1 周，LME 铜大幅上涨 7.36%，收于 10600 美元/吨。相比铝镍，铜价的走势相对没有那么强势，背后反映的还是需求问题。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度与上周基本持平（63%分位），市场情绪较乐观。

农产品：俄罗斯和乌克兰为小麦和玉米主要出口国，两国合计小麦出口量占全球约 33%，合计玉米出口量占 20%。另外，俄、乌两国葵花籽油出口量占全球大约 78%。由于担忧俄乌冲突影响全球谷物供应，3 月第 1 周，芝加哥期货交易所小麦期货价上涨超过 40%，为有记录以来最高周涨幅。目前乌克兰的港口仍然关闭，俄罗斯的小麦贸易也受到西方制裁影响。在冲突结束以前，预计乌克兰和俄罗斯的小麦和玉米出口不会恢复正常。

贵金属：对黄金的定价包含了避险和宽松（美元信用替代）的双重属性，伦敦现货金价上涨 4.29%，收于 1970.18 美元。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持在 41%分位，市场情绪偏中性。全球最大的黄金 ETF-SPDR 的黄金持仓总量持续上升，刷新去年三月以来的新高。

3 月第 1 周，农产品、能化品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【极贵】。

4. 汇率：人民币体现出一定的避险货币属性

俄乌战争的交易逻辑转为衰退，欧洲受影响更严重，3 月第 1 周，美债实际利率快速下降 36bp，录得-0.93%；美元指数迅速走强，录得 98.51（上涨 2.04%），创 2020 年 5 月以来的新高。对俄罗斯的 SWIFT 制裁让经济稳定、结算支付安全的人民币开始体现出一定的避险货币属性，在美元大幅升值的背景下，人民币继续走强。根据 EPFR 数据显示，海外资金今年以来延续了对中国股债快速流入的趋势，金融市场资金流向短期支持人民币汇率强势。美元兑人民币（在岸）震荡上行，收涨 0.11%报 6.3210。人民币的短期交易拥挤度维持在 64%分位，情绪中性偏高。

美债利率的持续上升使得中美利差继续收窄，人民币性价比维持在较低位置（22%分位）。汇率的当前状态是有贬值压力，但催化剂还没有出现，出口是观察人民币汇率贬值的关键路标。

5. 海外：美元流动性溢价大幅上升，美元市场流动性问题值得重视

3 月 7 日 CME “美联储观察”数据显示：美联储 3 月维持利率在 0%-0.25%区间的概率为 6%，加息 25 个基点的概率为 94%，加息 50 个基点的概率为 0%（相较 2 月最后 1 周下降 24%），年内加息次数预期从 2 月最后 1 周的 6.2 次下降到 5.7 次。

一方面，2 月美国非农就业增加 67.8 万，失业率小幅下降至 3.8%，平均时薪环比增速为 0（前值 0.6%），同比增速 5.1%（前值 5.5%），较 1 月明显放缓，出现工资-价格的通胀螺旋的担忧有所缓解。另一方面，美联储主席鲍威尔在国会听证会给出了相对明确的加息路径——3 月加息 25bp，随后开启缩表但不会直接减持。鲍威尔的表态打消了市场对短期加息过快的担忧，并表示俄乌战争对美国影响存在“高度不确定性”，对后续的货币政策收紧和放松均留有余地。后续货币政策的节奏取决于经济和通胀回落的节奏，2 季度将是非常重要的观察期。

美债 10 年期名义利率在实际利率的带动下迅速下行 23bp 至 1.74%；10 年期实际利率快速下降 36bp，录得-0.93%。美债期限溢价小幅回调至 18%分位，信用溢价与上周基本

持平，维持中性偏低位置（34%分位）。值得注意的是，在西方国家对俄罗斯实施金融制裁以来，美元流动性溢价由上周 43%分位迅速上行至中位数上方（63%分位），流动性环境【中性偏紧】。其中在岸美元流动性溢价从 13%分位上升至 44%分位，离岸美元流动性溢价从 73%分位上升至 82%分位的历史高位。俄罗斯银行和私人企业持有的海外美元可能因为制裁而冻结或者从西方银行体系转移出去，给作为借款人的西方银行带来流动性风险。部分美元流动性冻结叠加避险属性对美元现金资产的需求，资金成本可能出现跳升。虽然流动性风险在逻辑上可能成立，但实际情况取决于美联储和财政部的应对方式。

俄乌战争正在导致市场融资压力加剧，当前美国信用市场已经开始边际紧缩，美国投机级与投资级的信用溢价从历史极低位置已经回升到了 23%分位和 44%分位，信用环境由松转紧的趋势明显。

PMI 和就业恢复并没有扭转市场对经济走弱的悲观预期，市场对俄乌冲突交易逻辑转为对中期衰退的定价。3 月第 1 周，标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数均录得跌幅。标普 500 和纳斯达克的风险溢价维持在中性的位置（50%分位、47%分位），估值中性；道琼斯风险溢价与上周基本持平（17%分位），估值较贵。（详见《海外市场对俄乌冲突定价的四个阶段》）

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_39282

