

总量研究

风险偏好可以被度量吗？

——《光大投资时钟》第三篇兼光大宏观周报（2022-11-20）

要点

核心观点：

本文从风险资产、避险资产的量价指标出发，结合资金流动、利差等指标，探究资金在不同时期对风险的偏好程度，并构建股市风险偏好指数、债市风险偏好指数和风险偏好综合指数，以描述市场风险偏好的水平和变化趋势。

在股市风险偏好指数中，本文构建了5个子指数，分别为市场成交活跃水平指数、股债偏好指数、市值偏好指数、风格偏好指数、资金偏好指数。其中，市场成交活跃度指数和股债风险偏好指数具有较好的风险提示功能，在2007年和2015年提前于上证综合指数见顶回落。当前股市风险偏好指数已上升至零值附近，反映市场情绪正在回暖。

在债市风险偏好指数中，本文构建了2个子指数，分别为信用风险指数和信用利差指数。当前信用风险指数处于低位震荡区间，信用利差指数自高位回落，债市风险偏好水平低于往年平均。

将股市风险偏好指数与债市风险偏好指数求加权平均，得到风险偏好综合指数。相较于单个指数，合成后的综合指数表现更为稳健，整体在合理区间波动。并且综合指数呈现一定的周期性规律，每1至2年可大致完成一个周期。当前综合偏好指数在逐步抬升，但仍然位于临界值点以下，表示风险偏好程度边际好转，但低于往年平均水平。

海外观察：美债10年期国债收益率持平，欧洲10年期国债收益率下行；法国、德国、英国10年期国债收益率下行；美国10年期和2年期国债期限利差缩小。

海外新闻：美国中期选举结果揭晓，共和党夺得众议院，民主党控制参议院；国家主席习近平同美国总统拜登在巴厘岛举行会晤；美国10月成屋销量九连降；巴西、南非、印度和中国在联合国缔约方大会上反对欧盟提议的碳边境税。

全球资产：大宗商品价格分化，全球股市涨跌分化。工业品价格普遍上涨，农产品和原油价格普遍下跌；美国股指全面下跌，欧洲股市多数上涨，亚洲股市涨跌分化。

央行观察：美联储内部对通胀形势分歧不一；日本央行预计通胀缩窄，将继续维持宽松货币政策；欧洲央行将进一步提高加息幅度。

国内观察：11月以来，**上游：**原油价格环比上涨，动力煤价格环比持平、焦煤价格环比上涨，铜价、铝价环比上涨。**中游：**水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积跌幅扩大，水果价格环比上涨、猪价、菜价环比下跌。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率上行。

国内政策：国务院联防联控机制召开新闻发布会称今后只对密接集中隔离；第十三届全国政协经济委员会副主任刘世锦在第十三届财新峰会上称力争今明两年平均经济增速达到5%左右。

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：查惠俐

021-52523873

zhahuil@ebsecn.com

相关研报

如何看待近期流动性形势的变化？——2022年三季度货币政策执行报告点评.pdf (2022-11-17)

红色浪潮为何变小雨，中美关系走向何方？——2022年美国中期选举点评之二兼光大宏观周报 (2022-11-13)

如何看待美国通胀下行斜率？——2023年美国通胀展望兼2022年10月美国CPI数据点评 (2022-11-11)

外需回落、内需接手，经济推进V型复苏——2022年9月经济数据点评 (2022-10-24)

极端天气如何搅动全球能源与粮食危机？——《安全发展》系列第一篇 (2022-10-20)

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇 (2022-10-16)

十二行业集体学习二十大报告之安全发展思想——《二十大报告》精神学习第一篇 (2022-10-16)

国内通胀无虞，关注核心通缩风险——2022年9月价格数据点评兼光大宏观周报 (2022-10-15)

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022年9月金融数据点评 (2022-10-12)

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇 (2022-10-09)

三大周期视角看2022年中报里的宏观线索——《见微知著》系列第九篇 (2022-09-20)

目 录

一、风险偏好指数	5
1.1 股市风险偏好指数	5
1.2 债市风险偏好指数	8
1.3 风险偏好综合指数	9
二、海外观察	10
2.1 金融与流动性数据：美债 10 年期国债收益率持平，欧洲 10 年期国债收益率下行	10
2.2 全球市场：大宗商品价格分化，全球股市涨跌分化	11
2.3 央行观察：美联储内部对通胀形势分歧不一	11
2.4 海外新闻：美国 10 月成屋销量九连降	12
三、国内观察	13
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤价格环比持平、焦煤价格环比上涨，铜价、铝价环比上涨	13
3.2 中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	14
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，水果价格环比上涨、猪价、菜价环比下跌	14
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行	15
3.5 国内政策：国务院联防联控机制召开新闻发布会称今后只对密接集中隔离	16
四、下周财经日历	16
五、风险提示	16

图目录

图 1: 市场成交活跃度指数.....	6
图 2: 股债偏好指数.....	6
图 3: 大型企业总体处于临界值上, 小型企业持续处于收缩区间	7
图 4: 市值偏好指数.....	7
图 5: 风格偏好指数.....	7
图 6: 融资资金偏好指数	7
图 7: 股市风险偏好指数	8
图 8: 各项子指数对股市风险偏好指数的贡献程度	8
图 9: 信用风险指数.....	9
图 10: 信用利差指数.....	9
图 11: 债市风险偏好指数	9
图 12: 风险偏好综合指数	10
图 13: 美国 10 年期国债收益率持平, 通胀预期下行	10
图 14: 英法德国债收益率下行, 日本国债收益率上行.....	10
图 15: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差缩小	11
图 16: 美国投资级企业债利差下行.....	11
图 17: 大宗商品价格分化	11
图 18: 全球股市涨跌分化	11
图 19: 原油价格环比上涨, 环比增幅缩窄	13
图 20: 动力煤期货结算价环比持平, 焦煤期货结算价环比上涨	13
图 21: 铜价环比上涨, 铜库存同比下降	13
图 22: 铝价环比上涨, 铝库存同比下降	13
图 23: 水泥价格指数环比上升	14
图 24: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	14
图 25: 商品房成交面积跌幅扩大	14
图 26: 土地供应面积同比增速由正转负	14
图 27: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
图 28: 乘用车日均零售销量同比由正转负	15
图 29: 货币市场利率下行	15
图 30: 债券市场利率上行	15

表目录

表 1: 下周全球经济数据热点	16
-----------------------	----

一、风险偏好可以被度量吗？

“风险偏好”字样常常被直接写在标题中、结论里，但是对于“风险偏好”的描述往往止步于此，风险偏好的上升或者下降总是被当作一个既定事实来使用，用于解释市场中的资产价格变化。并且，这种“风险偏好上升”实际上往往指出现利好消息，可能短期提振市场信心，并非经济基本面或资金结构导致的“资金更偏爱高风险高收益的资产”，而后者，才是本文希望观测并描述的对象。

市场风险偏好受经济发展状况、世界形势变化、黑天鹅事件等影响，影响资产价格走势变化，但市场对风险偏好的形容偏主观，没有一个用来衡量风险偏好的指标。因此，本文从风险资产、避险资产的量价指标出发，结合资金流动、利差等指标，探究资金在不同时期对风险的偏好程度，并构建股市风险偏好指数、债市风险偏好指数和风险偏好综合指数，以描述市场风险偏好的水平和变化趋势。

1.1 股市风险偏好指数

在股市风险偏好指数中，本文构建了 5 个子指数，分别为市场成交活跃水平指数、股债偏好指数、市值偏好指数、风格偏好指数、资金偏好指数。这五个指数的观测视角不同，但在构建的技术操作类似，在开始介绍五个指数前，本文先介绍，我们是如何将量价指标转换为具有可比性的、可加性的指数。

以成交金额为例。成交金额可以反映市场活跃度，当然，单日成交金额的变化并不能说明市场风险偏好的改变，但如果在一时间内，成交金额中枢在持续抬升，往往表示市场成交活跃度在逐步上升，当我们发现，相对低风险资产，高风险资产的成交金额中枢抬升幅度更大时，可以看作高风险资产更受青睐，以此，我们可以从成交额角度观测风险偏好：

- (1) 计算高风险资产成交金额与低风险资产成交金额的相对量 amt ;
- (2) 计算每日成交金额相对量 amt 的 100 日移动平均和 200 日移动平均，得到 amt_{100} 和 amt_{200} ;
- (3) 计算 $amt_{100} - amt_{200}$ ，得到成交金额中枢的相对变化 amt_{delta} ;
- (4) 对 amt_{delta} 滚动 500 日计算 z 分位数 ($z-score = (x - mean(x)) / std(x)$)，得到中枢变化幅度在过去 500 日中的相对位置。

转换为 z 分位数有两层含义。一是绝对值的含义： z 分位数位于零值以上还是以下，具有类似同比的含义，当指数大于零时，表示衡量的指标高于往年平均，反映市场风险偏好水平高于往年平均；二是相对值的含义： z 分位数上升还是下降，具有类似环比指数的含义，指数处于上升趋势中表示所衡量的指标的相对水平正在上升，反映市场风险偏好的边际抬高。

通过这种转换方式，本文从市场成交活跃水平、股债偏好、市值偏好、风格偏好、资金偏好五个角度观测股市的风险偏好变化：

1) 市场成交活跃水平指数

上交所每日公布的股票成交金额，其样本股是在上海证券交易所全部上市股票，是反映上海证券交易所挂牌股票总体成交情况的统计指标。因此，本文使用上交所股票成交金额来衡量股市成交活跃度，成交活跃度的边际放大可以反映市场信

心和市场偏好的提升，本文将成交金额通过上述转换方式进行转换，得到市场成交活跃度指数。

从过往历史看，市场成交活跃度指数较好地反映了风险事件的冲击，并且具有较好的风险提示功能，比较明显的是 2007 年和 2015 年：2007 年股市大幅上涨期间，股市成交活跃度指数大幅攀升，大幅超过-3~-3 的正常水平，反映市场成交非常活跃，远超往年的平均水平，并且在上证综合指数第一次明显回落后，股市成交活跃度指数开始持续大幅下降，并提前于股市触底回升。2015 年的情况类似，市场成交活跃度指数提前于上证指数见顶回落，然后持续下滑至 2016 年初。

2) 股债偏好指数

股票市场与债券市场的相对活跃水平可以反映市场风险偏好。股票通常被看作高风险高收益，是风险资产，而债券往往被视作避险资产。当市场风险偏好上升时，股市趋于繁荣，相反，避险情绪升温时，资金由风险资产向避险资产转移。

上证国债指数是以上海证券交易所上市的所有固定利率国债为样本，可以反映债券市场整体变动状况。因此，本文使用上交所股票成交金额与上证国债指数成交金额，分别代表股市活跃度和债市活跃度，观察两者相对量的边际变化，并转换为 z 分位数得到股债偏好指数。

与市场成交活跃度指数类似，股债风险偏好指数同样具有风险提示功能。当前股债偏好指数仍然小于零，反映股债相对活跃水平仍然低于往年平均。

图 1：市场成交活跃度指数



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 11 月 18 日）

图 2：股债偏好指数



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 11 月 18 日）

3) 市值偏好指数

从企业角度看，中小型企业抵抗风险的能力更低，大型企业具备更多资源优势，具备更高的风险抵抗能力，在经济动能较弱时仍然可以维持盈利能力。近两年，小型企业 PMI 整体处于收缩区间，而大型企业 PMI 多数时间仍位于临界值点以上。

从股市波动看，中证 1000 指数成份股的平均市值及市值中位数较中小板指、创业板指、中证 500 指数相比都更小，能综合反映沪深证券市场内小市值公司的

整体状况；上证 50 指数样本股是上交所规模大、流动性好的最具代表性的 50 只股票，能综合反映优质大盘企业的整体状况。中证 1000 指数的波动水平大约是上证 50 指数波动水平的两倍。因此，我们将中证 1000 指数看作高风险资产，上证 50 指数看作低风险资产，当中证 1000 指数相对上证 50 指数价格中枢持续上升时，可以认为小盘股更受青睐，表示市场风险偏好正在提升。

图 3：大型企业总体处于临界值上，小型企业持续处于收缩区间

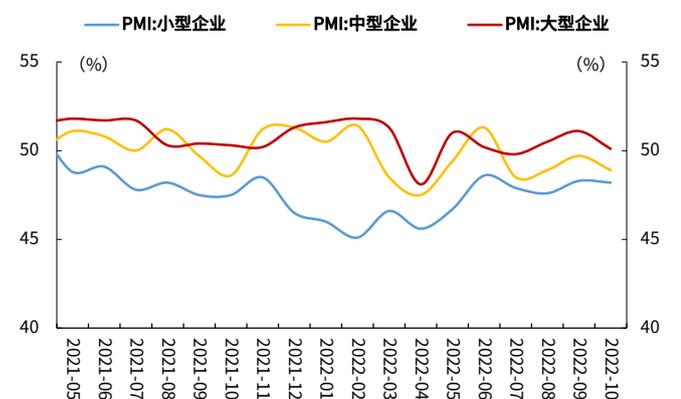
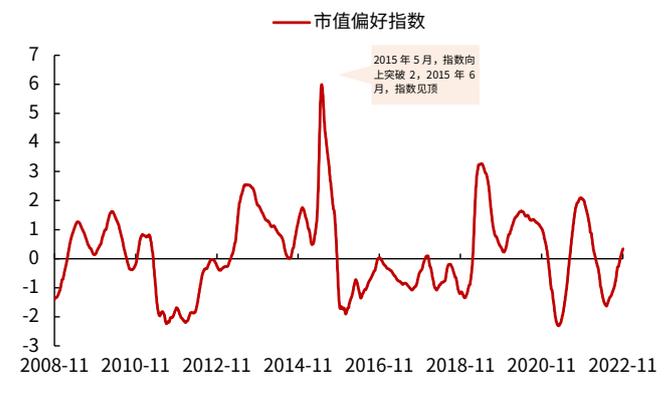


图 4：市值偏好指数



4) 风格偏好指数

从风格角度看，成长股更具高风险高收益特征，受高风险偏好资金青睐，价值股相对表现稳健，适合获取长期收益。从股市波动看，中证指数有限公司以沪深 300 指数样本股为样本空间，根据成长因子和价值因子计算风格评分，分别选取成长得分与价值得分最高的 100 只股票构成沪深 300 成长指数与沪深 300 价值指数，反映不同风格股票的整体情况。沪深 300 成长指数波动幅度大于沪深 300 价值指数。因此本文通过沪深 300 成长指数与沪深 300 价格指数差额边际变化衡量市场风险偏好。

5) 资金偏好指数

从资金来源看，本文观测沪深两市的融资买入额。融资资金是杠杆性资金，投资者往往在追求高风险高收益时倾向于加杠杆，因此融资买入额可以在很大程度上反映市场的风险偏好程度，并且边际变动较绝对值更有意义。当融资买入额边际放大时，可以认为投资者愿意以更高的风险入场，反映市场风险偏好上升。

图 5：风格偏好指数

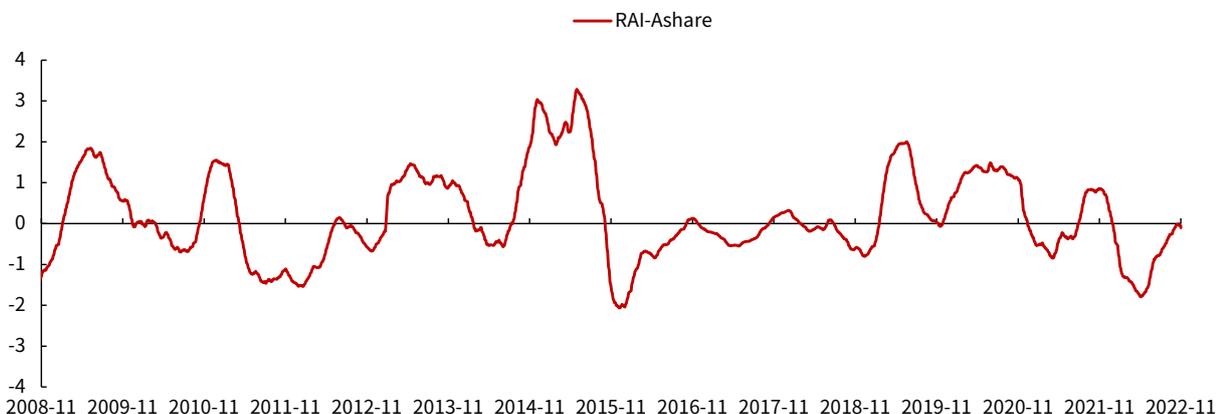


图 6：融资资金偏好指数



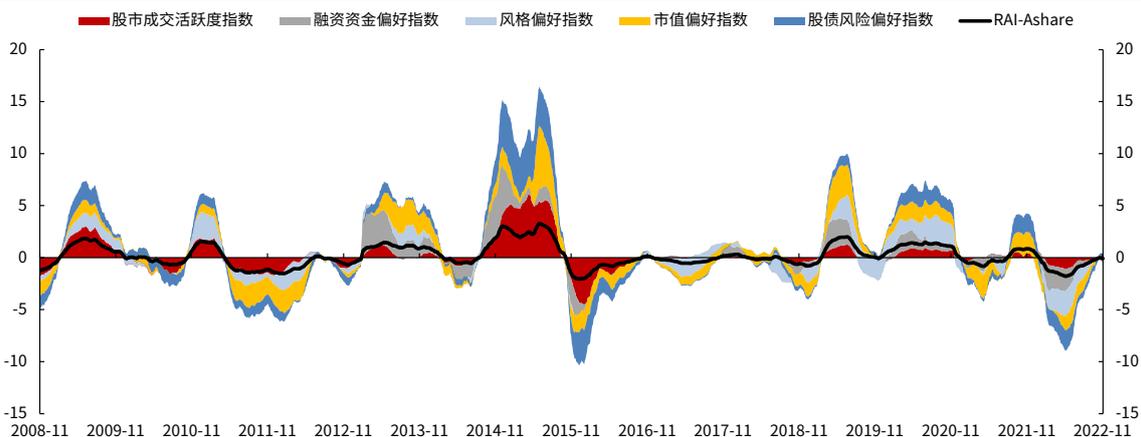
在以上 5 种子指数基础上，我们构建股市风险偏好指数（RAI-Ashare）。由于上述指数均是经过标准化后的相对值，具有可比性和可加性，考虑到不同数据可获得的时间范围不同，为了兼顾指数的稳健性和可回溯性，我们在每段时间内将有数值的子指数进行等权平均，得到股市风险偏好指数。当前股市风险偏好指数已上升至零值附近，反映市场情绪正在回暖。

图 7：股市风险偏好指数



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 11 月 18 日）

图 8：各项子指数对股市风险偏好指数的贡献程度



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 11 月 18 日）

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_49010

