

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
linyan@tfzq.com

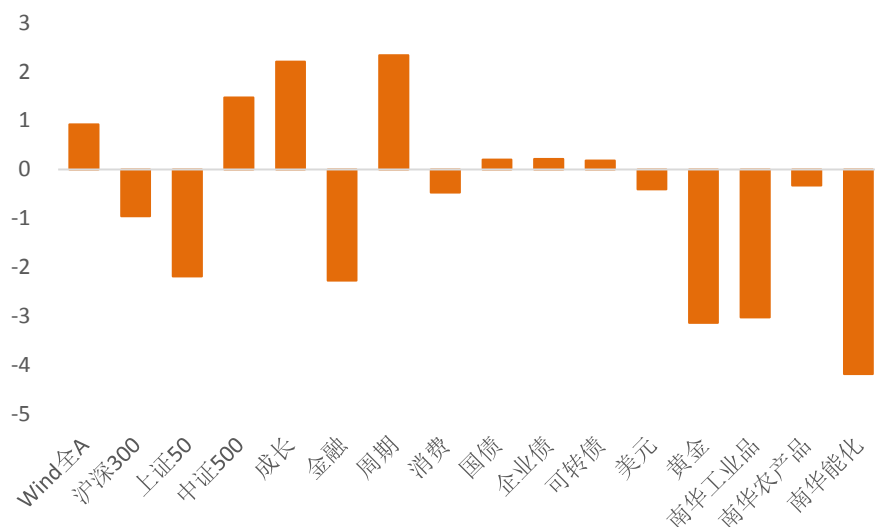
相关报告

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

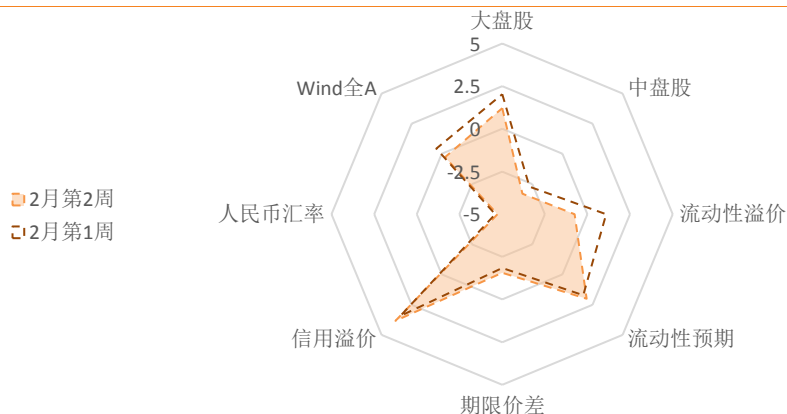
3 《宏观报告：宏观-一月金融数据前瞻》
2023-02-04

图 1：2 月第 1 周各类资产收益率(%)



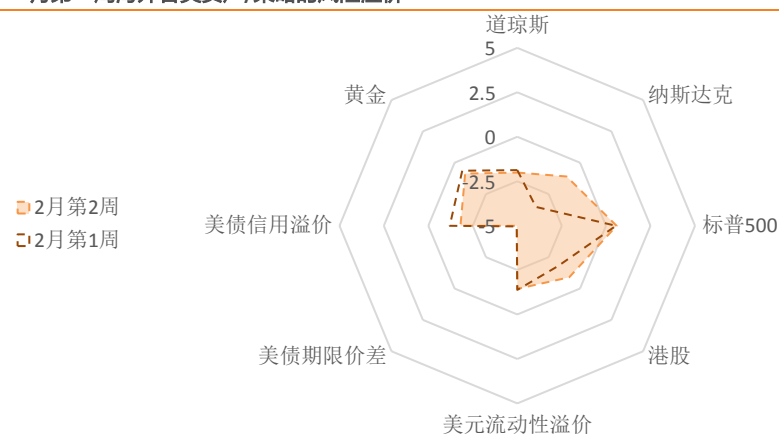
资料来源：Wind，天风证券研究所

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）

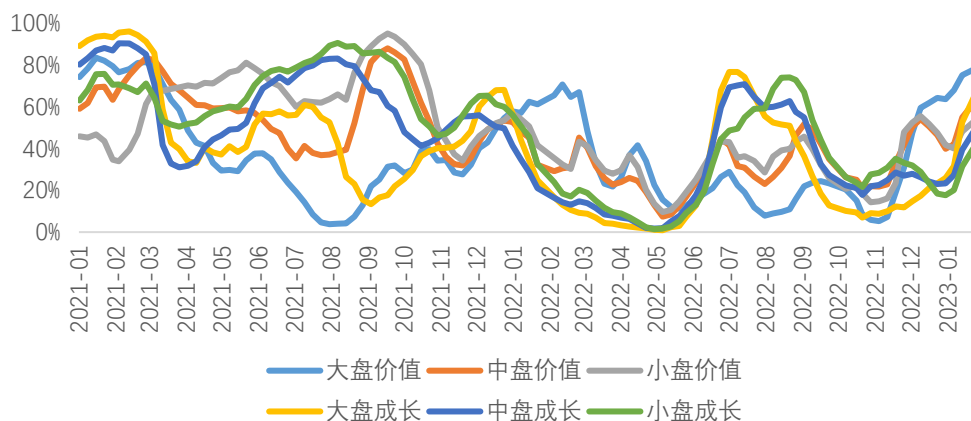
节后进入消费复苏斜率和持续性的验证期，政策也进入两会前的真空期和观察期，近期复苏交易的主线行业如地产链、消费和金融的交易拥挤度开始滞涨或回落，而成长行业的交易拥挤度继续上升。节后市场风格正在从大盘价值股向中小盘成长股轮动。

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。

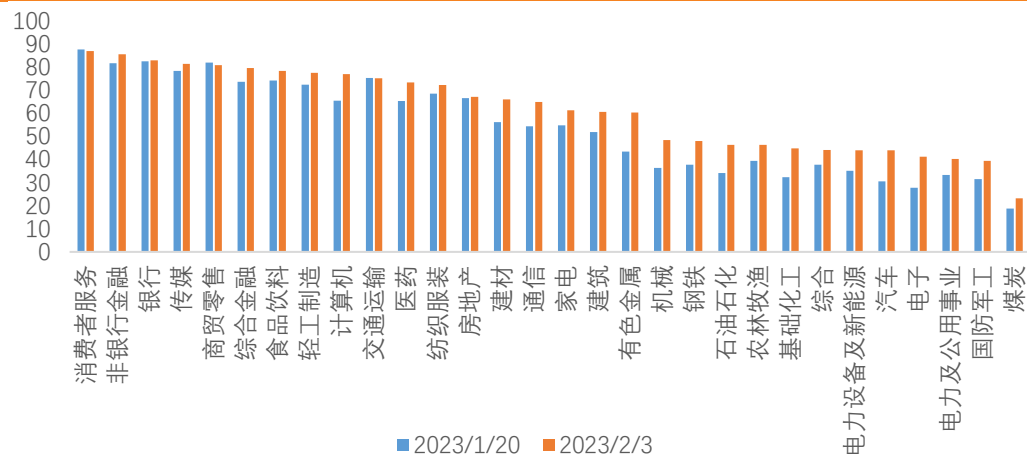
2 月第 1 周，30 个一级行业的平均拥挤度上升至 61%分位。当前拥挤度最高的为消费者服务、非银行金融和银行，分别为 87%、85%和 83%分位。煤炭、国防军工和电力及公用事业的拥挤度最低，这些“后进”行业近期拥挤度复苏较为通顺且还有空间，交易上需要引起重视。

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）



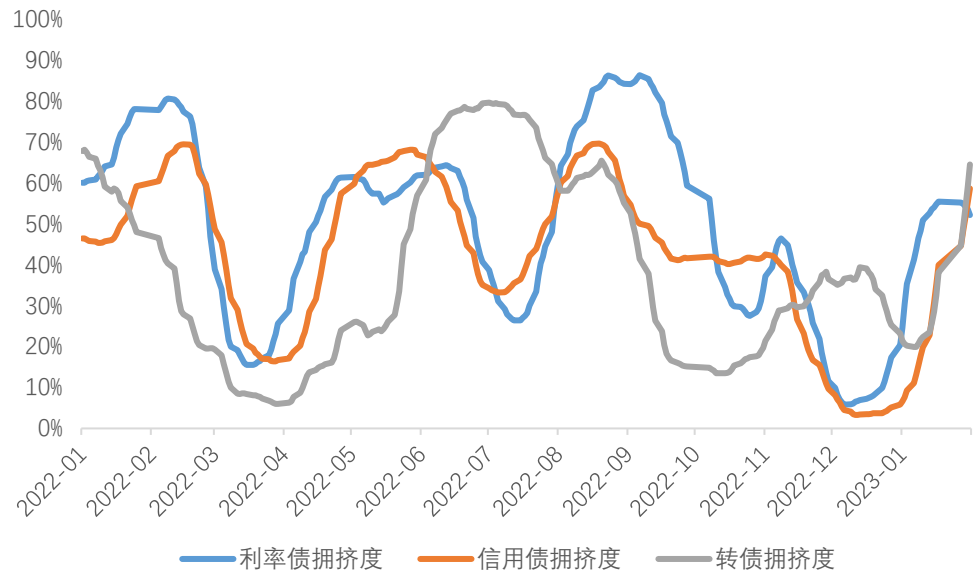
资料来源：Wind，天风证券研究所

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。

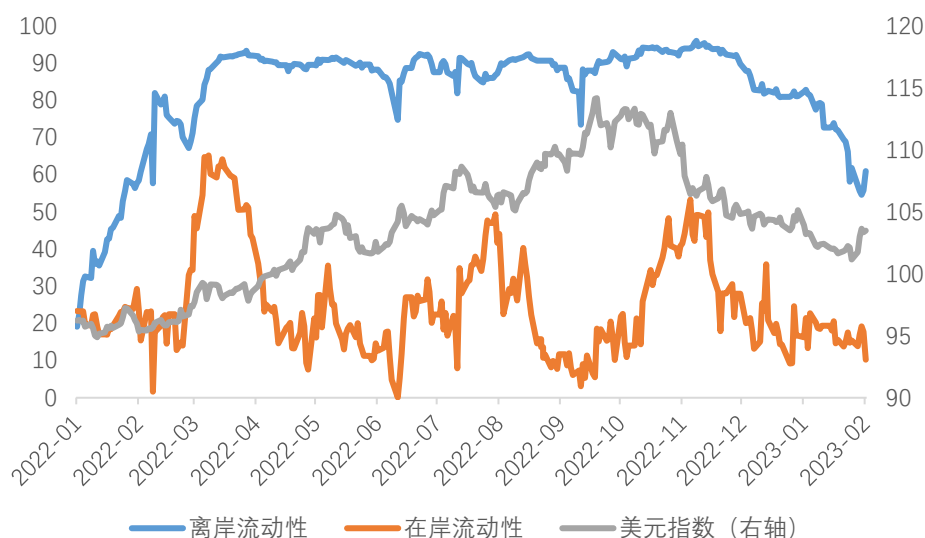
贵金属：黄金价格在欧美经济数据和非农数据公布后，出现了明显的调整，伦敦金现货价格周度下跌 3.24%。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度维持在 35%分位的水平，投机情绪中低。现货黄金 ETF 周均持仓量窄幅波动，黄金的短期交易拥挤度继续攀升（目前

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 2023 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。

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_52167

