

风险定价-市场预期从混乱踩踏进入平稳修正阶段

证券研究报告

2022 年 01 月 27 日

1 月第 4 周资产配置报告

1 月第 3 周各类资产表现：

1 月第 2 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 下跌了 1.03%，成交额 5.5 万亿元，成交额持续回升。一级行业中，煤炭、计算机和银行涨幅靠前；基础化工、国防军工和医药等表现靠后。信用债指数上涨 0.31%，国债指数上涨了 0.64%。

1 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——内外市场预期从混乱踩踏进入平稳修正阶段

债券——降息后期限结构快速走陡

商品——第四波疫情高峰或接近尾声

汇率——人民币汇率窄幅震荡，性价比继续下降

海外——市场进入“恐慌”阶段，但纳斯达克估值继续下杀的空间并不大

风险提示：Omicron 致死率超预期；经济增速回落超预期；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

linyan@tfzq.com

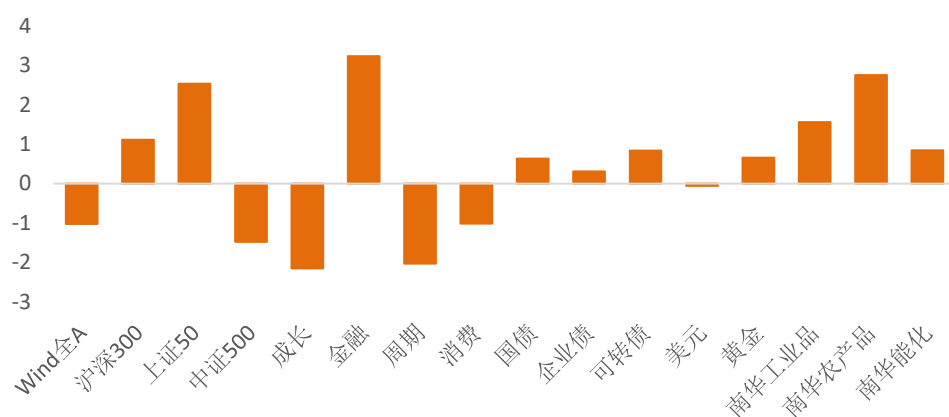
相关报告

1 《宏观报告：最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望-最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望》 2022-01-24

2 《宏观报告：风险定价-成长股底部价量背离明显，企稳反弹可期-1 月第 3 周资产配置报告》 2022-01-19

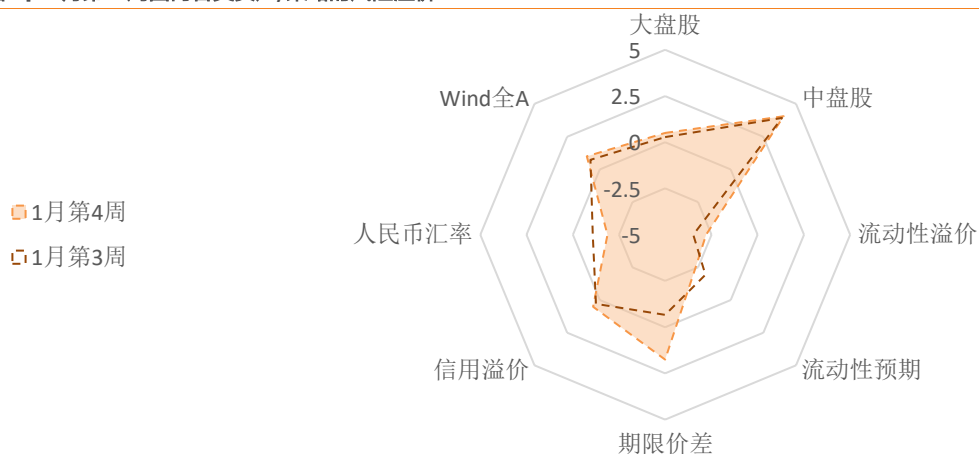
3 《宏观报告：一致预期正在瓦解，新的预期正在重构》 2022-01-18

图 1：1 月第 3 周各类资产收益率(%)



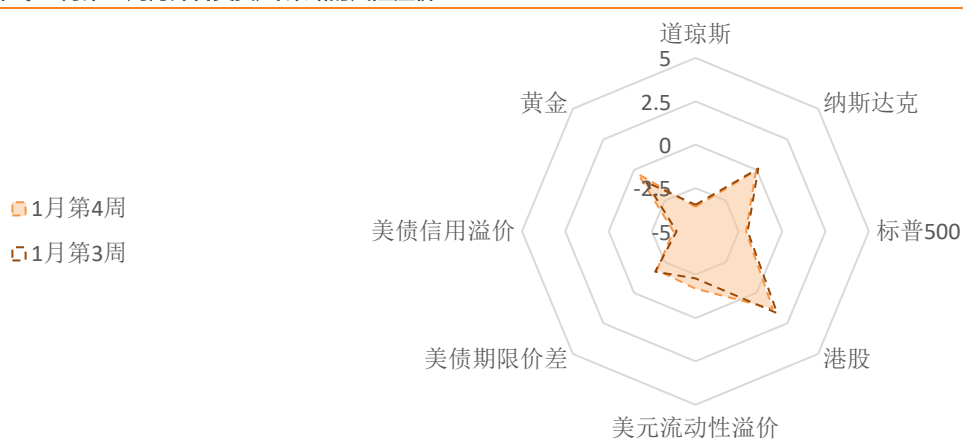
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 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 3：1 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流动性松紧程度的预期。

1. 权益：内外市场预期从混乱踩踏进入平稳修正阶段

内滞外胀、内松外紧的基本格局没有改变，国内的主要矛盾是分子的滞，海外的主要矛盾是分母的紧。春节前后，国内基本面依然面临着疫情影响扩散和稳增长缺乏弹性的双重不确定性，需要保持谨慎。

1月27日联储FOMC议息会议很难释放更加鹰派的信号，美股短期估值调整幅度和RSI等技术指标显示市场对货币收缩短期的反应已经比较充分，接下来基本面的表现至关重要。国内外市场经过1月预期混乱踩踏之后，市场可能进入预期平稳修正的阶段，主要围绕国内稳增长和美联储连续加息这两个过度预期进行修正。

1月第3周，Wind全A下跌了1.03%，日均成交额为1.098万亿元，尚未达到去年以来缩量止跌企稳的阈值9000万元的水平，技术上仍难称安全。1月第3周，成长继续下跌2.15%，月初以来已累计下跌7.81%。成长股短期拥挤度进一步向历史低位回落（20%分位），出现一定超卖的迹象，但是并不极端。

1月第3周，金融止跌回弹，上涨3.24%；周期、消费分别收跌2.03%、1.02%。金融股的短期拥挤度与上周基本持平（51%分位）；消费股、周期股的短期拥挤度进一步回落至中性偏低位置（42%、36%分位）；成长股拥挤度已经降至历史较低位置（20%分位）。拥挤度从高到低的排序是：金融>消费>周期>成长。

市值因子方面，大盘蓝筹占优中盘股；大盘股（上证50和沪深300）企稳回升，分别上涨2.54%、1.11%，中盘股（中证500）收跌1.48%（见图1）。大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度已回落至较低历史水平（36%和31%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度继续下降，目前来到37%分位的中低位置。宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：中证500>上证50>沪深300。

以沪深300作为基准的A股情绪指数回落至69%分位，大盘蓝筹的情绪持续降温。衍生品市场投资者的乐观情绪维持在高位，但股指期货的基差已有所松动，从历史高位进一步回落。

Wind全A估值水平维持【中性偏便宜】（见图2）。上证50与沪深300的风险溢价小幅回升，目前处在【中性偏便宜】区间，中证500的估值维持【便宜】。金融的估值维持【很便宜】（89%分位），周期估值【便宜】（81%分位），成长估值【较便宜】（76%分位），消费估值【中性】（50%分位）。风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。

1月第3周，北向资金周度净流入291.97亿，北向交易情绪火热，招商银行、中国平安、贵州茅台净流入规模靠前。南向资金净流入128.43亿港币，情绪有所回暖。恒生指数的风险溢价小幅回落，性价比中性偏高。

2. 债券：降息后期限结构快速走陡

1月第3周，央行公开市场操作净投放6500亿，资金面保持平稳，由于资金价格中枢的下降，流动性溢价回升至22%分位，接近月初水平。从近期政策的表态以及央行呵护跨年流动性的举措来看，春节前的资金面应该无需担忧。中长期流动性预期回落至24%分位，市场对未来流动性环境的乐观情绪不断升温。

1月第3周，期限价差由年前的21%分位大幅回升至68%分位，降息带来的流动性环境改善对短端利率的影响更加显著，期限结构快速走陡，目前久期策略性价比已经回到了中性偏高的水平。信用溢价与上周基本持平（55%分位），内部分化继续，中低评级信用债估值中性偏便宜（风险溢价维持71%分位），高评级信用债估值中性偏贵（风险溢价持续回升至39%分位）。

1月第3周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债短期拥挤度回升明显，已来到较拥挤位置（72%分位）。可转债交易情绪持续降温，中证转债指数的短期交易拥挤度进一步回落，已从12月初的高位（83%分位）回落至中位数上方（55%分位），转债交易过热的状态有所缓解。信用债的短期拥挤度与小幅上升（49%分位）。

3. 商品：第四波疫情高峰或接近尾声

1 月第 3 周，全球新冠新增确诊人数开始出现下降趋势。美英周度新增确诊人数都已有所回落。但法德周度新增确诊人数继续创下历史新高，德国单周确诊人数从 45 万上升至 70 万。南非和英国是本轮 Omicron 疫情中最早爆发的国家，两个国家到达新增确诊人数高峰的时间都在一个月左右。目前看来，在病毒不出现新的变异的前提下，第四波疫情高峰应该会在短期内结束。

1 月第 3 周，布伦特油价上涨 2.14%，录得 87.90 美元/桶。随着全球的疫情压力有所缓解，部分国家逐渐开始放松旅行禁令，国际航班恢复带来的原油需求有望回升，油价偏强运行。美国原油产能利用率小幅下降，产量与上周持平（1170 万桶/天），原油库存（不含战略储备）小幅回落，已降至 18 年 4 月以来的最低点。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度回落至 4% 左右，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期不变。

1 月第 3 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：人民币汇率窄幅震荡，性价比继续下降

1 月第 3 周，美债实际利率上行 7bp，录得 -0.59%，接近去年 3 月的高点，月初以来实际利率已累计上行 38bp；伦敦现货金价震荡上行 0.92%，收于 1834.59 美元。美元指数 1 月第 3 周震荡上行 0.50%，录得 95.63。

1 月第 3 周，美元兑人民币（在岸）收跌 0.06% 报 6.3396。人民币的短期交易拥挤度小幅回升至 46% 分位，情绪中性。美债利率的快速上升使得中美利差继续收窄，人民币性价比已经跌至中低位置（31% 分位）。净流入中国市场（股票和债券）的境外资金量维持在中高水平，金融市场资金流向对人民币币值的影响中性偏利好。

5. 海外：市场进入“恐慌”阶段，但纳斯达克估值继续下杀的空间并不大

前期海外市场对流动性收紧的信号已有定价，但对节奏是连续紧还是先紧后松仍存分歧，临近 1 月 FOMC，避险情绪进一步上升。货币政策在预期落地之前往往会经历一个“恐慌”的阶段，这个阶段对市场的影响往往是最大的。我们认为美国供应链压力最大的时间点即将过去，未来通胀压力逐渐减轻，加息预期会逐渐向现实靠拢。后续 Omicron 和口服药是否能够确立疫情流感化的趋势，美国通胀能否回落，美国经济复苏是否会减速，都会影响加息的节奏和幅度。（详见《加息预期过度，先紧后松》）

除了加息预期带来的分母端利空以外，部分已经公布年报预报的公司盈利不及预期以及参议院委员通过相关反垄断法案进一步加剧了悲观预期，美股的调整十分迅猛。1 月第 3 周，标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数均录得跌幅，其中纳斯达克指数全周大幅下跌 7.01%。

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_36720

