

风险定价-波动时间：春节期间全球市场新变化

证券研究报告

2022年02月06日

2月第2周资产配置报告

1月第4周至2月第1周各类资产表现：

1月第4周至2月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A下跌了5.01%，成交额4.2万亿元，成交额大幅下滑。一级行业中，交通运输、农林牧渔和消费者服务表现靠前；煤炭、传媒和计算机等表现靠后。信用债指数上涨0.14%，国债指数上涨了0.04%。

2月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——稳增长仍待开工发令枪

债券——利率债交易拥挤度上升较快

商品——地缘冲突叠加美国寒潮来袭，油价站上90美金

汇率——中美利差继续收窄，人民币贬值压力进一步上升

海外——欧央行转鹰，非农就业和薪资均超预期，发达国家债券利率整体上行

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

linyanyan@tfzq.com

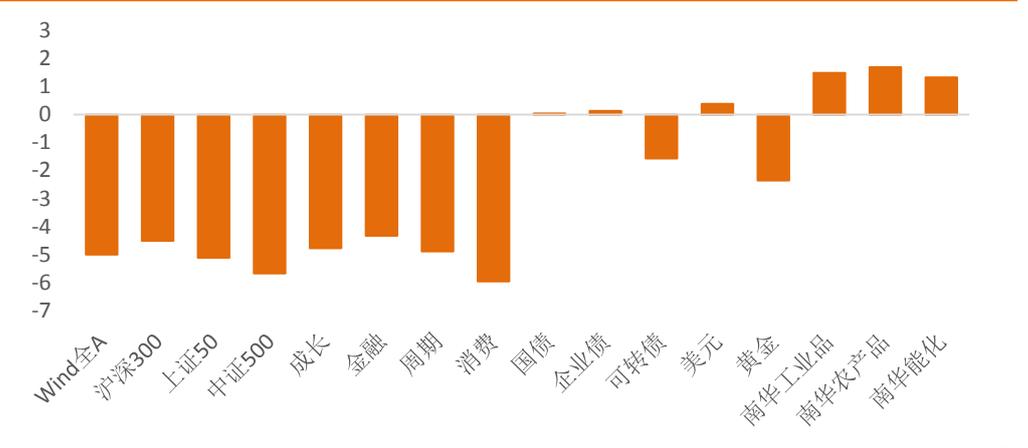
相关报告

1 《宏观报告：美债利率的顶部在哪里？》2022-01-30

2 《宏观报告：美股还能跌多少-美股还能跌多少》2022-01-30

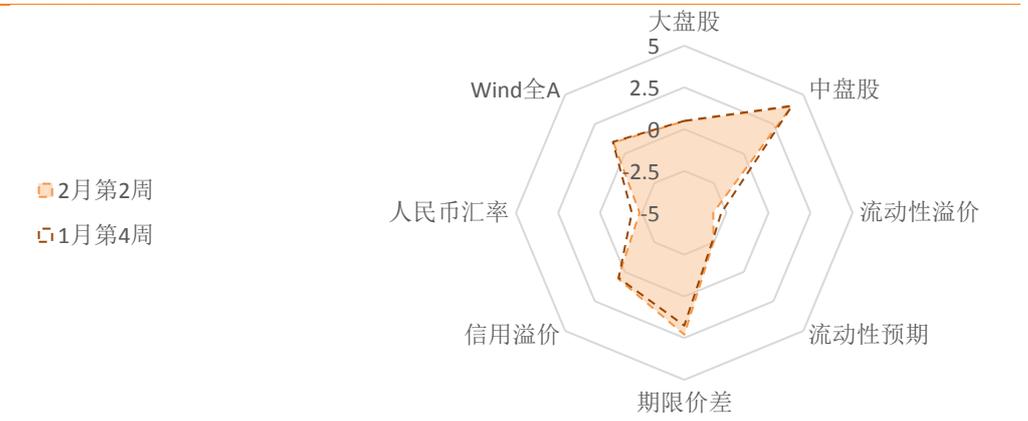
3 《宏观报告：一季度的主要交易逻辑》2022-01-28

图 1：1 月第 4 周各类资产收益率(%)



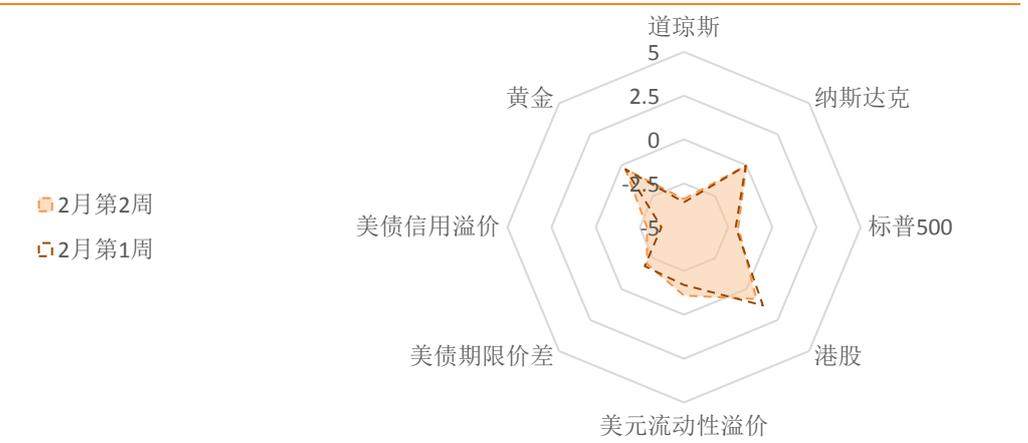
资料来源：Wind，天风证券研究所

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流动性松紧程度的预期。

1. 权益：稳增长仍待开工的发令枪响

1 月中采制造业 PMI 录得 50.1, 较前值下降 0.2; 非制造业 PMI 51.1, 较前值下降 1.6。制造业生产指数回落 0.5 至 50.9, 仍处在荣枯线上方; 但新订单在荣枯线下方继续下行 0.4 至 49.3, 从数据来看, 需求疲软仍是经济的核心矛盾。1 月建筑业 PMI 继续回落 0.9 至 55.4。春节假期叠加冬奥开幕, 基建地产开工后延。基建方面, 2021 年财政资金结余较多叠加专项债额度提前下放, 财政政策资金弹药充足, 今年政策前置的态度也较为明确, 稳增长静待开工的发令枪响。地产方面, 1 月土地拍卖和销售数据仍未见好转, 地产复苏存在堵点, “四限”政策与预售资金监管的适度放松可能才是好转的路标。

春节前最后 1 周, Wind 全 A 下跌了 5.01%, 日均成交额为 8429 亿元, 已经达到去年以来缩量止跌企稳的阈值 9000 亿元的水平, 技术上已经具备企稳的条件。春节前最后 1 周, 成长板块继续下跌 4.77%, 月初以来已累计下跌 12.21%。成长股短期拥挤度已经降至低位 (16%分位), 处于超卖区间内, 但不极端。

春节前最后 1 周, A 股市场表现萎靡, 消费、周期、成长和金融分别收跌 5.96%、4.89%、4.77%和 4.33%。金融股的短期拥挤度与上周基本持平 (49%分位); 周期股的短期拥挤度进一步下降 (28%分位); 消费股的短期拥挤度从上周的中位数附近 (42%分位) 回落至历史较低水平 (23%分位); 成长股拥挤度已经来到历史低位 (16%分位)。拥挤度从高到低的排序是: 金融>周期>消费>成长。

市值因子方面表现区分度不大, 大盘股 (上证 50 和沪深 300) 分别收跌 5.12%、4.51%, 中盘股 (中证 500) 回调 5.68% (见图 1)。大盘股 (上证 50 和沪深 300) 的短期交易拥挤度进一步向低位靠近 (25%和 22%分位), 中盘股 (中证 500) 的短期拥挤度继续下降, 目前来到 25%分位的较低位置。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, 由年初的 90%分位回落至中位数附近 (53%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也有所降温, 中证 500 基差维持在历史高位, 但沪深 300 和上证 50 基差已跌至 93%和 82%分位。

Wind 全 A 估值水平维持【中性偏便宜】(见图 2)。上证 50 与沪深 300 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】(88%分位), 周期估值【便宜】(79%分位), 成长估值【较便宜】(75%分位), 消费估值【中性】(49%分位)。风险溢价从高到低的排序是: 金融>周期>成长>消费。

春节前最后 1 周, 北向资金周度净流出 260.71 亿, 北向交易情绪低迷, 招商银行、五粮液、阳光电源净流入规模靠前。南向资金净流入 96.50 亿港元, 已连续 16 个交易日净流入, 情绪较为火热。恒生指数的风险溢价小幅回落, 性价比中性偏高。

2. 债券：利率债交易拥挤度上升较快

春节前最后 1 周, 央行公开市场操作净投放 4000 亿, 资金面保持平稳。流动性溢价小幅回落至 17%分位, 维持【宽松】水平。中长期流动性预期维持在 25%分位, 市场对未来流动性环境的进一步宽松的预期较强。

春节前最后 1 周, 期限价差持续回升至 73%分位, 久期策略性价比重新来到了较高的水平。信用溢价与上周基本持平 (56%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 64%分位), 高评级信用债估值偏贵 (风险溢价降至 29%分位)。

春节前最后 1 周, 债券市场的情绪中性偏乐观。利率债短期拥挤度持续回升近一个月, 已来到较拥挤位置 (78%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回落至中性水平 (47%分位), 转债交易过热的状态有所缓解。信用债的短期拥挤度提升明显, 目前已到中位数上方 (58%分位)。

3. 商品：地缘冲突叠加美国寒潮来袭，油价站上 90 美金

春节前最后 1 周, 工业品价格多数上涨, 螺纹钢、热轧卷板价格分别收涨 2.50%、2.55%; 有色金属价格窄幅震荡, 铝、锌环比上涨 2.43%、0.32%, 铜环比下跌 1.40%; 焦煤、

焦炭价格收涨 3.39%、6.62%。

2 月第 1 周，LME 铜环比上涨 3.87%，收于 9875 美元/吨。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在中位数上方（57%分位），市场情绪中性偏乐观。

2 月第 1 周，全球新冠周度新增确诊人数连续两周下降。虽然英德周度确诊人数走高，再创纪录；但美法等国周度新增确诊人数下降较快。目前看来，在病毒不出现新的变异的前提下，我们预计第四波疫情高峰应该会在短期内结束。

受美国寒冷的天气叠加全球主要产油国持续的政治动荡导致供应中断的影响，油价创下七年新高，周线连续第七周上涨，布伦特油价上涨 4.52%，录得 92.52 美元/桶。供给方面，OPEC+会议维持增产计划不变，但是 OPEC+最近几个月的产量报告显示，其大多数成员国无法生产到协定的石油产量。从 2 月 2 日开始，冬季风暴将给美国中西部和南部地区带来冰雪和严寒天气威胁，市场担忧降雪和积冰可能给得克萨斯州的原油产量带来压制。1 月最后 1 周，美国原油产能利用率小幅下降，产量较上周减产 10 万桶（1150 万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回落。布油主力合约相对于 6 个月的远月合约贴水幅度跃升至 8%左右，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期加强。**

春节前最后 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：中美利差继续收窄，人民币贬值压力进一步上升

2 月第 1 周，美债实际利率仍处于上行通道，上涨 18bp，录得-0.48%，与 20 年 6 月的高点持平；伦敦现货金价震荡上行 0.91%，收于 1807.47 美元。随着欧央行和英格兰银行纷纷转鹰，美元指数 2 月第 1 周下跌 1.80%，录得 95.47。

春节前最后 1 周美元兑人民币（在岸）收涨 0.34%报 6.3610。人民币的短期交易拥挤度回升至中位数上方（54%分位），情绪中性偏高。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（27%分位）。根据经验，中美 2Y 国债利差处于 100bps 以下或 200bps 以上时，人民币币值与利差相关性更大，后续若利差继续收窄，人民币贬值的压力将进一步加大。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：欧央行转鹰，非农就业和薪资均超预期，发达国家债券利率整体上行

春节期间，英国央行和欧央行的货币政策态度转鹰。2 月 3 日英格兰银行议息会议上宣布加息 25 个基点至 0.5%（加息投票结果为 5-4，有 4 名成员倾向于一次性利率提高 50bp 至 0.75%），并开启被动缩表和出售公司债计划。欧央行在通胀意外走高，四季度经济增速受疫情拖累下滑的背景下，维持三大关键利率不变，但将从 2 季度开始 Taper，欧洲主要国家利率上行。

美国方面，美联储的“鹰派”态度先是有所回转，但 1 月非农数据超预期让市场的神经再次紧绷。1 月 31 日，鹰派的亚特兰大联储主席博斯蒂克修正了之前三月应该加息 50bp 的表述，同时有多名联储官员表示支持 3 月加息 25bp。2 月 2 日，ADP 就业数据大幅不及预期，一定程度上缓解市场对联储收紧加快的担忧。2 月 4 日，1 月美国非农就业数据好于预期，新增非农就业人数 46.7 万人，前值由 19.9 万人上修至 51 万人，但由于疫情以来就业数据不断回改和疫情的短期冲击，新增非农就业的重要性降低，更影响货币政策的是劳动参与率回升和时薪环比增速，两者在 1 月均再次走陡，联储态度将继续保持鹰派，转鸽的条件暂不具备（我们预测最终会转向鸽派叙事）。2 季度来自就业缺口和供应链紊乱的通胀压力将减轻，CPI 出现高斜率回落，届时加息预期会逐渐向现实靠拢，过度的加息预期会有修正。

2 月第 1 周，美债 10 年期实际利率推动名义利率上行 15bp 至 1.93%，美债期限溢价跌至 30%分位，10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）周内下行 3bp 至 2.41%，10 年期实际利

率上行 18bp，录得-0.48%。美元流动性溢价升至 39%分位，流动性环境中性偏宽松，信用溢价回升明显（21%分位）。

美股年报季略显曲折，纳斯达克科技巨头们的业绩良莠不齐，年初至今市场波动居高不下。但总体来看美股的年报业绩仍然具有一定韧性，在消化完联储“过度鹰派”的货币政策预期之后有望逐渐筑底企稳。2月第1周，标普500、道琼斯工业和纳斯达克指数止跌回弹，均录得涨幅。标普500和道琼斯的风险溢价小幅回升，目前都处在中低位置（31%和16%分位），估值较贵；纳斯达克的风险溢价维持在中性的位置，自去年三季度开始美股的盈利增幅持续高于股价涨幅，估值持续处在下降的通道中。与历史相比，纳斯达克的静态估值并不昂贵（见图3）。

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_37081

