

风险定价-避险情绪影响商品价格和加息预期

证券研究报告

2022 年 02 月 23 日

2 月第 4 周资产配置报告

2 月第 3 周各类资产表现：

2 月第 3 周，美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨了 1.70%，成交额 4.2 万亿元，成交额小幅回落。一级行业中，有色金属、医药和电力设备表现靠前；农林牧渔、消费者服务和非银行金融等表现靠后。信用债指数下跌 0.02%，国债指数全周收平。

2 月第 4 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——成长与消费处于极端超卖区间，短期企稳概率较高

债券——市场对央行的宽松预期出现减弱

商品——避险因素导致黄金与实际利率走势持续背离

汇率——人民币汇率的路标是出口

海外——市场减少加息押注，信用开始边际收缩

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

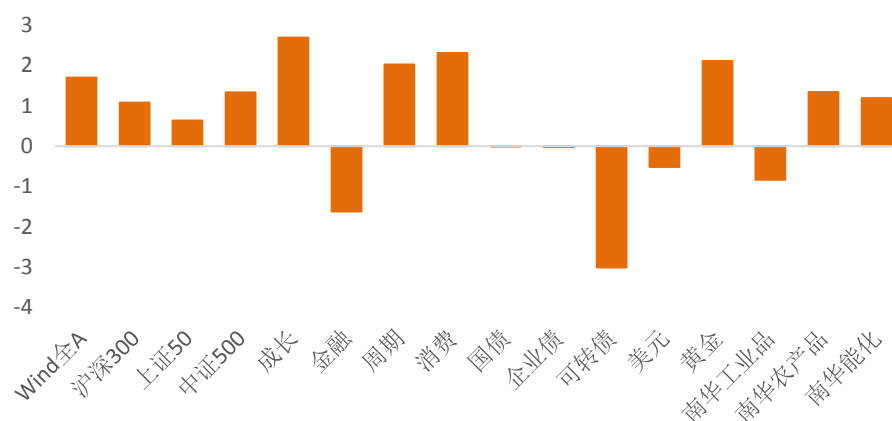
相关报告

1 《宏观报告：情绪的钟摆：各行业拥挤度到了什么位置？》2022-02-20

2 《宏观报告：风险定价-权益各版块风险溢价都已进入便宜区间-2 月第 3 周资产配置报告》2022-02-14

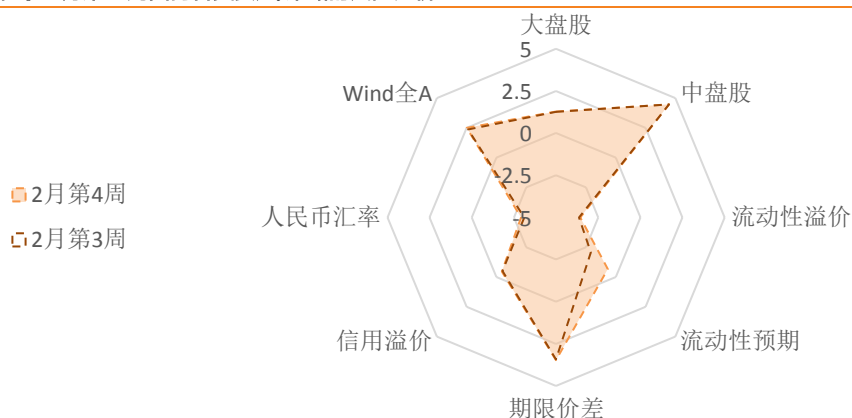
3 《宏观报告：现行 ESG 评价在中国有效吗？（天风宏观+ESG）》2022-02-13

图 1：2 月第 3 周各类资产收益率(%)



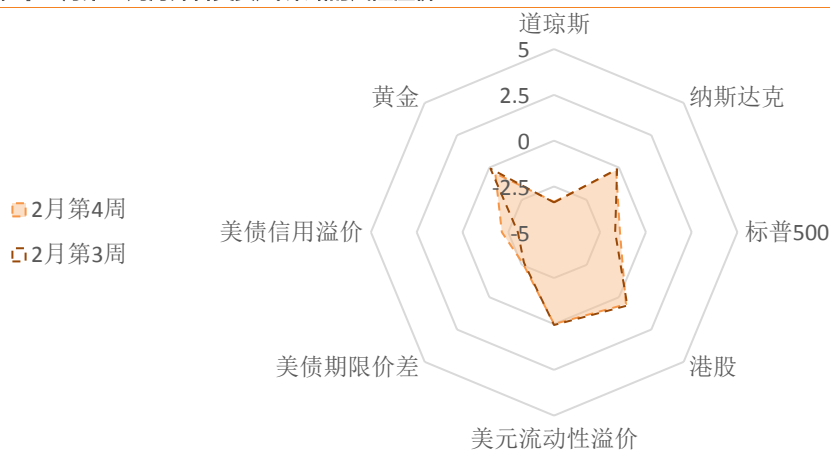
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 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 3：2 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：成长与消费处于极端超卖区间，短期企稳概率较高

2月第3周，A股市场整体回升，Wind全A上涨1.70%。成长股结束连续五周的下行趋势，止跌回弹2.69%；消费股和周期股继续上行，收涨2.31%、2.03%；金融股震荡下跌1.62%。大盘股（上证50和沪深300）分别收涨0.63%、1.08%，中盘股（中证500）回升1.33%（见图1）。

金融股的短期拥挤度维持在中位数附近（50%分位）；周期股的短期拥挤度小幅回落（20%分位）；成长股拥挤度与上周基本持平，维持在历史低位（12%分位）；消费股的短期拥挤度持续下行，降至去年9月的拥挤度水平（10%分位）。**消费和成长股的交易拥挤度处在极端超卖的区间内，短期反弹的概率较高。短期拥挤度从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。**

大盘股（上证50和沪深300）的短期交易拥挤度持续下行超一个月后，首次出现回升（24%和19%分位），中盘股（中证500）的短期拥挤度继续下降，目前来到15%分位的较低位置。**宽基指数的拥挤度从高到低的排序是：上证50>沪深300>中证500。**

以沪深300作为基准的A股情绪指数回落至【偏悲观】水平（27%分位），大盘蓝筹的情绪持续降温。衍生品市场在大盘蓝筹和中盘股上的情绪继续分化，中证500基差维持在历史高位（91%分位），沪深300和上证50基差大幅回落至62%和51%分位。

Wind全A的风险溢价与上周基本持平，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，赔率接近历史高点。金融的估值维持【很便宜】（88%分位），周期估值【很便宜】（87%分位），成长估值【便宜】（82%分位），消费估值【中性偏便宜】（60%分位）。**风险溢价从高到低的排序是：金融>周期>成长>消费。**

2月第3周，北向资金周度净流出23.99亿，紫金矿业、招商银行和兴业银行净流入规模靠前。南向资金净流出75.27亿港元，南向交易情绪降温明显。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：市场对央行的宽松预期出现减弱

2月第3周，央行公开市场操作净回笼1500亿，资金面保持平稳。流动性溢价维持在14%分位，目前处于【宽松】水平。**中长期流动性预期由上周的中低水平（29%分位）迅速上行至中位数下方（43%分位），市场对未来流动性环境进一步宽松（降准降息）的预期明显减弱。**

2月第3周，期限价差由年初的较低位置（29%分位）持续回升至85%分位，久期策略性价比重新来到了较高的水平。信用溢价维持在中位数下方（45%分位），内部分化有所弥合，中低评级信用债估值中性偏便宜（风险溢价回落至57%分位），高评级信用债估值偏贵（风险溢价上行至34%分位）。

2月第3周，债券市场的情绪中性偏乐观。利率债短期拥挤度小幅回落，处于较拥挤位置（77%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连续下行近两个月，已经来到较低水平（27%分位）。信用债的短期拥挤度仍处在上行通道（68%分位）。

3. 商品：避险因素导致黄金与实际利率走势持续背离

基本金属：2月第3周，国内工业品价格涨跌互现，螺纹钢、热轧卷板价格分别收跌2.57%、2.50%；有色金属价格窄幅震荡，铝、铜环比上涨0.75%、0.57%，锌环比下跌1.08%；焦煤、焦炭强势上涨8.76%、7.12%。LME铜环比上涨0.96%，收于9955美元/吨。COMEX铜的非商业持仓拥挤度大幅上行（66%分位），市场情绪较乐观。

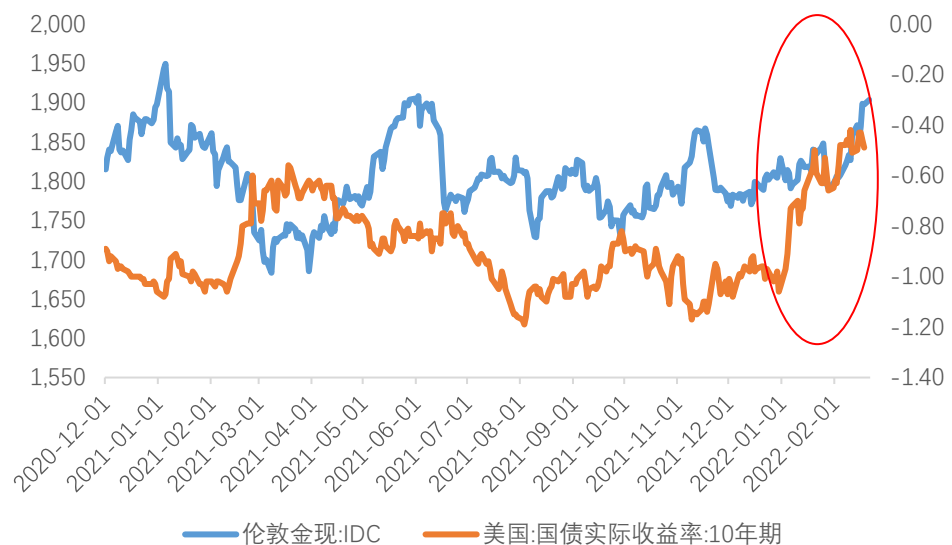
能源品：春节后各地区煤炭产量快速回升，目前已基本恢复至节前水平，煤炭价格继续快速上升的动能有限。目前坑口煤价已经受控下滑，但进口煤价格仍维持在高位。节后中下游复工拉动需求逐渐回暖，国内保供政策下产量回升，但进口煤对供给的补充较弱，煤炭价格维持高位震荡的可能性较高。俄乌冲突加剧了开年以来原油供给的不确定

性。2月第3周，油价结束了连续七周的上涨，布伦特油价下跌0.88%，收于93.61美元/桶。美国原油产能利用率小幅下降，产量较上周与上周持平（1160万桶/天），原油库存（不含战略储备）持续回落，继续创2015年以来新低。EIA的月报展望对今年的预估从1180万桶上修至1197万桶，预计今年美国原油供给将继续稳步增加。布油主力合约相对于6个月的远月合约贴水幅度维持在9%左右，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期不变。**

贵金属：2月第3周，伦敦现货金价震荡上行2.12%，收于1897.40美元。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度上行至44%分位，市场情绪中性。全球最大的黄金ETF-SPDR的黄金持仓总量以达到去年8月中旬以来最高水平。

自去年12月开始，黄金价格与美债实际利率逐渐脱钩，美国10Y TIPS利率从-1%以下上升至-0.5%附近，同时伦敦金现货价格也从1780美金/盎司下方上涨至1900美金/盎司以上。地缘冲突带来了较强的避险情绪，凸显黄金的避险配置价值。

图4：避险配置凸显，黄金和实际利率走势背离



资料来源：Wind，天风证券研究所

2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：人民币汇率的路标是出口

2月第3周，美债实际利率全周上行2bp，录得-0.49%；美元指数2月第3周小幅上涨0.07%，录得96.10。美元兑人民币（在岸）震荡下行，收跌0.514%报6.3268。人民币的短期交易拥挤度小幅回升（66%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（21%分位）。

2月第3周，中美2Y国债利差下降至79bps进入敏感区间，人民币贬值的压力将进一步加大。但是根据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。截至2月第2周，中国股票年内累计流入超过220亿美元，中国债券年内累计流入近15亿美元，金融市场资金流向短期支持人民币汇率强势。

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。近两年经常项结余对于汇率有较强的支撑作用。2020年我国经常账户差额累积2739.8亿，创2015年以来的新高，2021年经常项目差额进一步提升。当前美国零售商补库需求短期内继续支持外需；东南亚恢复较慢，中国出口份额仍显著高于疫情前。

5. 海外：市场减少加息押注，信用开始边际收缩

2月21日CME“美联储观察”显示，美联储3月维持利率在0%-0.25%区间的概率为

0%，加息 25 个基点的概率为 85.7%，加息 50 个基点的概率为 14.3%。俄乌局势升级，避险情绪升温，市场对加息次数的押注较上周有所下降。

2 月第 3 周，美债 10 年期名义利率冲高回落，全周收平，录得 1.92%。美债期限溢价维持在 24%分位，10 年期盈亏平衡通胀预期（BEI）全周下行 2bp 至 2.41%，10 年期实际利率上行 2bp，录得-0.49%。值得注意的是，信用溢价开始明显回升（29%分位），美元流动性溢价仍维持在中位数附近（50%分位），流动性环境【中性】。当前美国信用开始边际紧缩，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 24%分位和 33%分位，信用环境由松转紧的趋势明显。

2 月第 3 周，标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数均录得跌幅。标普 500 和道琼斯的风险溢价持续回升，目前均处在中低位置（36%和 17%分位），估值较贵；纳斯达克的风险溢价维持在中性的位置。

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_37839

