

# 风险定价-宽松预期交易继续修正

证券研究报告

2023年02月22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，美股指数涨跌不一。纳指小幅上涨0.59%，道指和标普分别下跌0.13%和0.28%。Wind全A下跌1.70%，日均成交额上升至9883.13亿元。30个一级行业中6个行业实现上涨，食品饮料、石油石化和纺织服装表现靠前；房地产、电子和电力设备及新能源表现靠后。信用债指数小幅上升0.24%，国债指数窄幅波动（上升0.09%）。

2月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——交易拥挤度平均70%分位，广谱情绪修复逐渐充分

债券——2月信贷需求仍旺盛，对流动性供给造成明显挤出

商品——金融属性走弱拖累短期商品表现

汇率——离岸美元流动性快速收紧，支撑美元反弹

海外——宽松预期的交易继续修正

**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  
linyanyan@tfzq.com

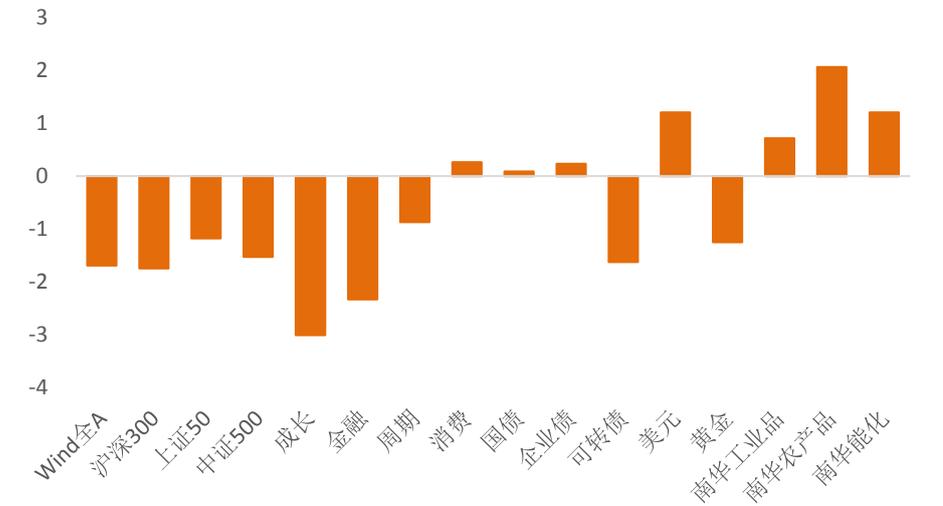
相关报告

1 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——医药》2023-02-21

2 《宏观报告：行业 ESG 评价关注什么指标？》2023-02-13

3 《宏观报告：风险定价-政策躁动期风格或转向中小盘成长-2月第2周资产配置报告》2023-02-12

图 1：2 月第 3 周各类资产收益率(%)



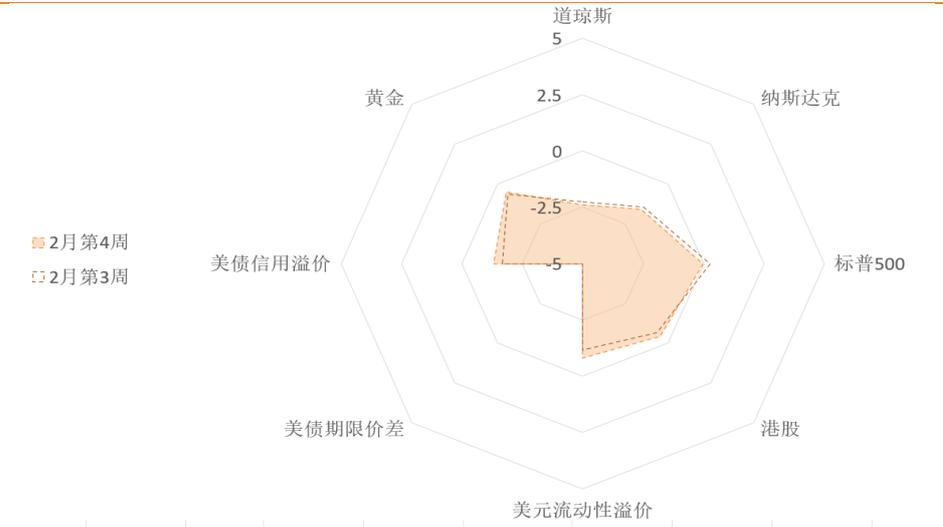
资料来源：Wind，天风证券研究所

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松紧程度的预期。

## 1. 权益：交易拥挤度平均 70%分位，广谱情绪修复逐渐充分

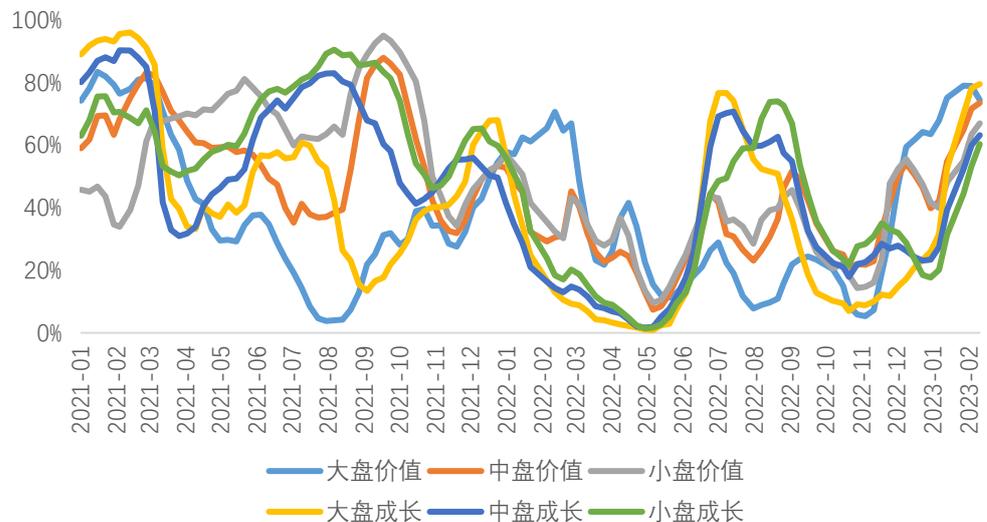
从春节后到两会前，市场处于政策躁动期和数据真空期，资金流向成为衡量市场情绪的重要指标。资金流向方面依然积极，虽然近期北向资金流入速度放缓，但没有出现大幅净流出，未来净流入的速度预计与长期趋势持平（每月平均 250 亿人民币）。其次，春节后融资余额开始出现明显反弹，杠杆资金接力北向资金为市场微观流动性提供了支撑。

2 月第 3 周，大盘价值的情绪钟摆开始回摆，而其他风格指数目前仍保持上升。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 75%、80%、74%、63%、67%、60%历史分位。六类风格指数的交易拥挤度平均值已经达到 70%分位，接近 2019 年 2 月底、12 月底和 2020 年 7 月的水平，广谱情绪从底部修复的过程已经逐渐充分，拥挤交易的脆弱性开始累积。

2 月第 3 周，A 股的风险溢价维持 47%分位，Wind 全 A 的风险溢价略低于【中性】水平（中位数下 0.1 倍标准差）。上证 50、沪深 300 的风险溢价分别上升至 66%、59%，中盘股（中证 500）的风险溢价维持 16%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分别为 60%、55%、61%、43%分位。

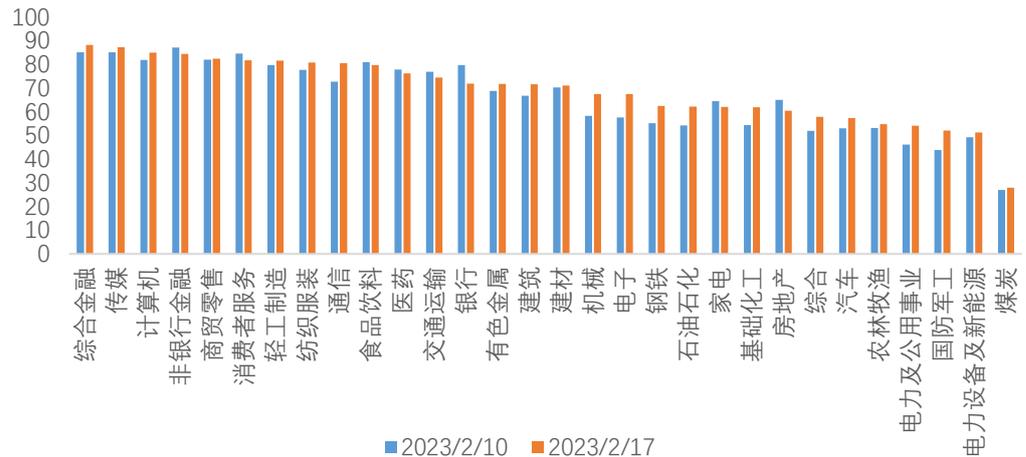
2 月第 3 周，30 个一级行业的平均拥挤度上升至 69%分位，当前拥挤度最高的为综合金融、传媒和计算机，分别为 88%、87%和 85%分位。电力及公用事业、国防军工和煤炭的拥挤度最低，市场轮动是政策躁动期和数据真空期的特征，因此低拥挤度板块在交易上值得重视。

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：2月信贷需求仍旺盛，对流动性供给造成明显挤出

2月第3周，央行逆回购到期净回笼210亿元，流动性溢价下降至52%分位，回归中性。市场对未来流动性收紧的预期回落至72%分位，期限价差下降至25%分位。信用溢价大幅下降至76%分位。春节之后流动性较跨年需求高峰前收紧明显，原因主要是信贷需求旺盛：2月第3周票据利率继续高位震荡，国股足年直贴利率从上周的2.09%回升至2.12%，足年国股转贴从2.02%回升至2.11%。信贷高需求压降银行的超额储蓄率，从而对银行间流动性的供给造成了明显的挤出。

利率债的短期交易拥挤度继续下降至34%分位，信用债的短期交易拥挤度回落至64%分位，可转债的短期交易拥挤度进一步上涨至81%分位，情绪中性偏高。

## 3. 商品：金融属性走弱拖累短期商品表现

**能源品：**2月第3周，布油下跌3.90%至83.15美元/桶。原油的交易拥挤度维持24%分位。美国石油总储备上升1.19%，其中战略储备基本维持不变。美国EIA原油库存意外激增1628.3万桶，创2021年3月份以来最大单周升幅。但油价目前下方的支撑位非常坚挺，挑战多次都并未突破。因此调整幅度相对有限，我们维持短期内油价继续震荡的判断。

**基本金属：**2月第3周，铜价小幅上涨1.71%，沪铝和沪镍分别下降1.12%和5.98%。元宵节后铜下游企业逐渐开始复工，前期铜库存累积的速度开始放缓，1月国内房价开始出现回暖迹象，国内需求复苏预期对铜价形成了一定支撑。但前期铜价定价了较为乐观

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\\_52386](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52386)

