

宏观

证券研究报告

2023年03月28日

大类资产风险定价周度观察-3月第5周

3月第4周各类资产表现：

3月第4周，美股三大指数均实现上涨。Wind全A上涨1.84%，日均成交额上升至10012.87亿元。30个一级行业中22个行业实现上涨，传媒、计算机和电子表现相对靠前；石油石化、建筑和钢铁表现靠后。信用债指数小幅上升0.15%，国债指数小幅上升0.03%。

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

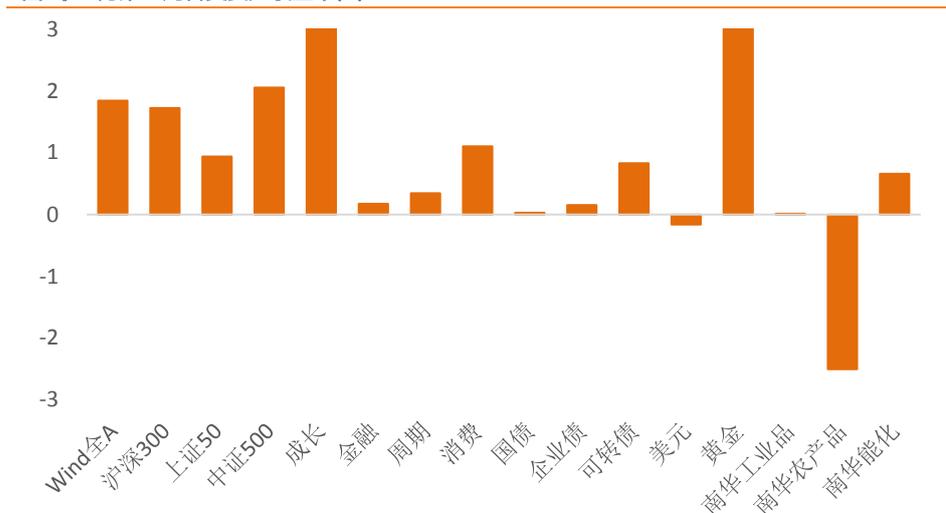
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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-黄金的超长周期——黄金定价系列报告二》2023-03-22
- 2 《宏观报告：宏观-复苏交易的赔率》2023-03-22
- 3 《宏观报告：地产修复的事实》2023-03-20

图 1：3 月第 4 周各类资产收益率(%)



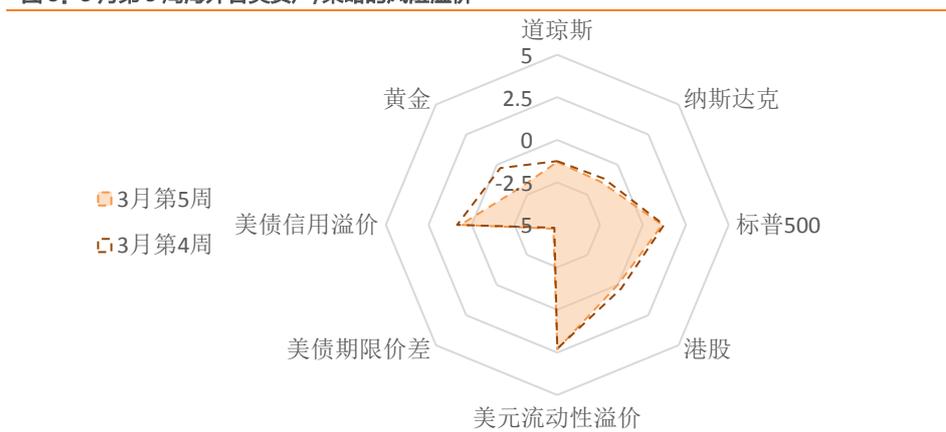
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3 月第 5 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 3：3 月第 5 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。

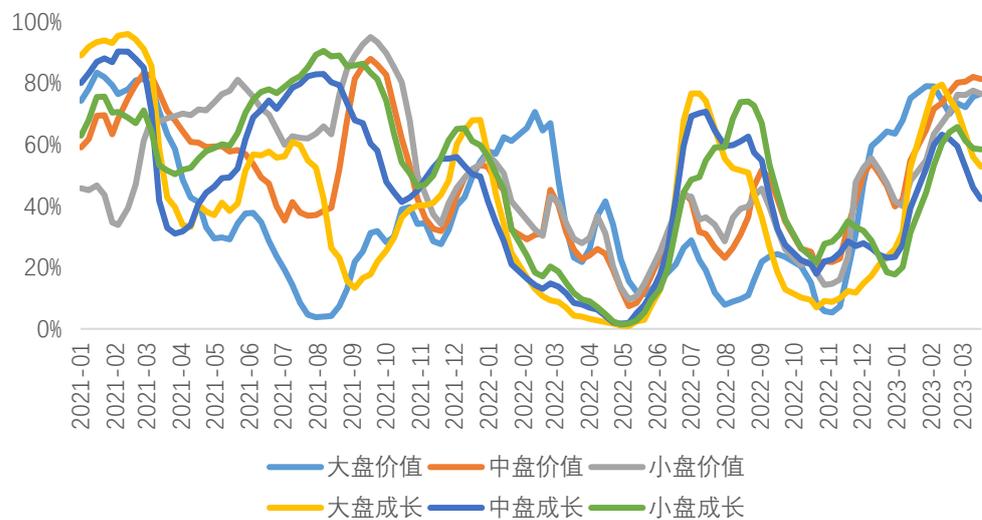
权益

3月第4周，A股整体中性略偏低，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，46%分位）。沪深300的风险溢价维持在56%，上证50、中盘股（中证500）的风险溢价分别上升至64%、16%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为56%、52%、60%、44%分位。

3月第4周，除大盘价值和小盘成长股外，其他风格股拥挤度均呈现下降。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77%、53%、81%、42%、77%、59%历史分位。

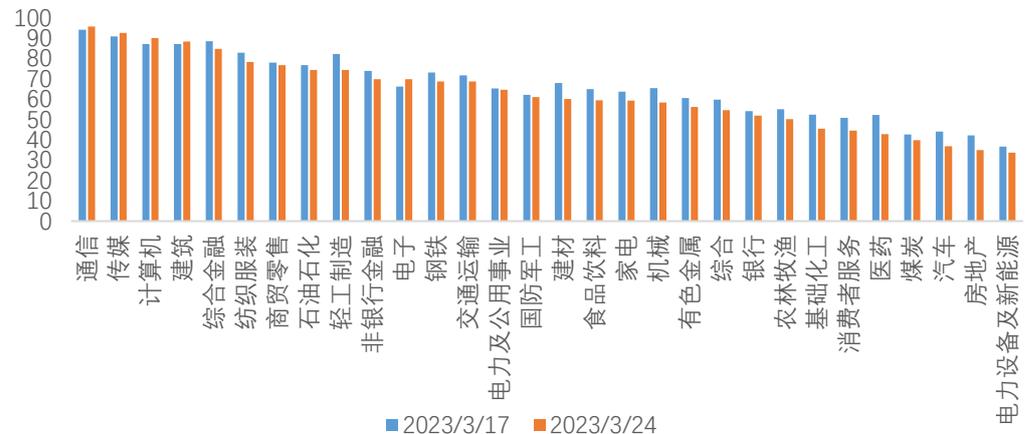
3月第4周，30个一级行业的平均拥挤度下降至63%分位。当前拥挤度最高的为通信、传媒和计算机，分别为96%、93%和90%分位，需要开始警惕交易层面上过于拥挤的风险。汽车、房地产和电力设备及新能源的拥挤度最低。

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

债券

3月第4周，央行净回笼10310亿元，但流动性溢价大幅下降至50%分位，流动性环境回归中性。市场对未来流动性收紧的预期大幅下降至55%分位，期限价差上升至13%分位。信用溢价下降至46%分位。

利率债的短期交易拥挤度大幅上升至 53%分位。信用债的短期交易拥挤度下降至 61%分位。可转债的短期交易拥挤度维持在 32%分位，情绪中性偏低。

商品

能源品：3月第4周，布油小幅上升 2.88%至 74.61 美元/桶。原油的交易拥挤度下降至 19%分位，逐渐进入超卖严重的区间。美国石油总储备下降 0.64%，其中战略储备基本维持不变。油价再次在支撑位附近止跌企稳，我们认为短期震荡格局没有改变。

基本金属：3月第4周金属价格小幅上升，铜价上涨 4.25%，沪镍和沪铝分别上涨 2.96%和 1.62%。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。

贵金属：伦敦金现货价格小幅下跌 0.53%。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度小幅下跌至 47%分位的水平，投机情绪较低。现货黄金 ETF 周均持仓量小幅上升，黄金的短期交易拥挤度上升至 89%，全年来看黄金仍有较大空间（2400-2600），但是短期拥挤度如果进一步上升需要警惕技术性调整的风险。（详见《黄金的超长周期——黄金定价系列报告二》，2023年3月22日）

汇率

3月第4周，美元指数小幅下跌 0.71%，收于 103.12。在岸美元流动性溢价小幅下跌至 72%，部分银行破产带来的流动性冲击逐渐缓释，离岸美元流动性溢价大幅上升至 75%，前期在岸与离岸金融条件的巨大差异弥合，对美元的支撑也随之消失。

离岸人民币汇率下降 0.30%至 6.87，一年和两年中美名义利差仍然倒挂严重（-2.03%和-1.35%），但中美实际利差已经上升至 70%分位以上，人民币性价比开始显现。

海外

3月第4周，10Y 名义利率下降 1bp 至 3.38%水平，10Y 实际利率下降 13bp 至 1.16%，10年期盈亏平衡通胀预期上升 12bp 至 2.22%。美国 10年-2年期限利差倒挂幅度小幅缩小至 38bp，10年-3个月利差倒挂幅度上升至 136bp。

3月第4周，美股三大指数均实现上涨。纳斯达克上涨 1.66%，标普 500 上涨 1.39%，道琼斯上涨 1.18%。纳斯达克及标普 500 风险溢价下跌至 36%和 61%分位，道琼斯风险溢价维持在 37%分位。美国信用溢价小幅下跌至 56%分位，投机级信用溢价小幅上涨至 55%分位，投资级信用溢价大幅下跌至 58%分位。目前看来，美国的信用环境尚未受银行破产事件波及。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com