

# 宏观

证券研究报告

2023年06月18日

## 大类资产风险定价周度观察-6月第3周

6月第2周各类资产表现：

6月第2周，美股三大指数普遍上涨。Wind全A大幅上涨3%，日均成交额上升至10108.77亿元。30个一级行业中27个行业实现上涨，食品饮料、汽车和电力设备及新能源表现相对靠前；石油石化、银行和电力及公用事业表现靠后。信用债指数和国债指数分别小幅上升0.13%和0.02%。

**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

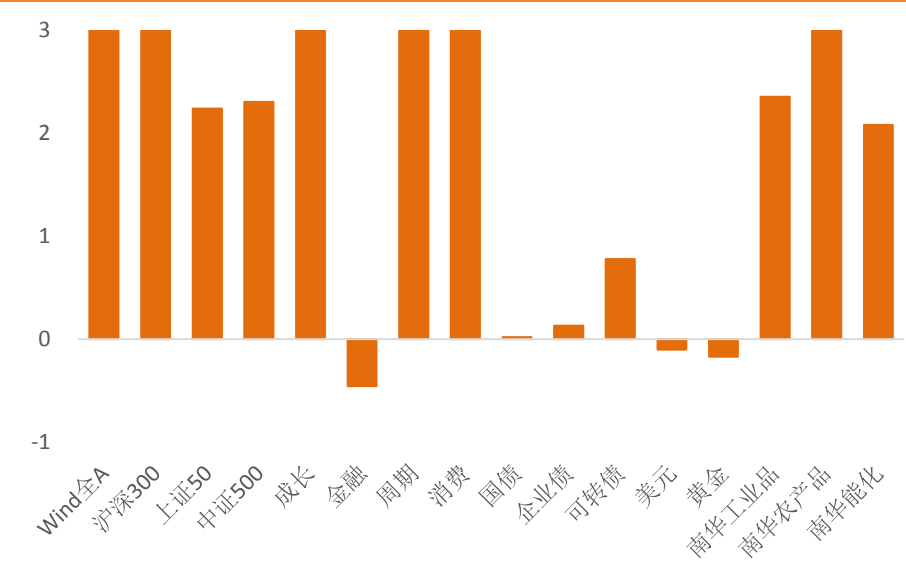
**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110522100002  
linyan@tfzq.com

### 相关报告

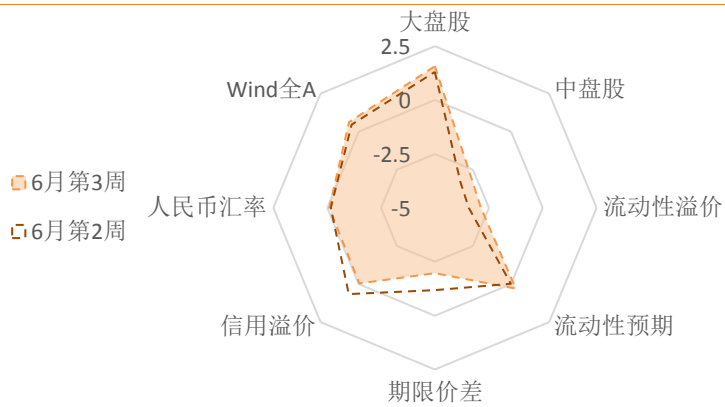
- 1 《宏观报告：宏观-政策的触发因素是什么？》2023-06-14
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第2周》2023-06-11
- 3 《宏观报告：宏观-当前市场的赔率是否极具吸引力？》2023-06-09

图 1：6 月第 2 周各类资产收益率(%)



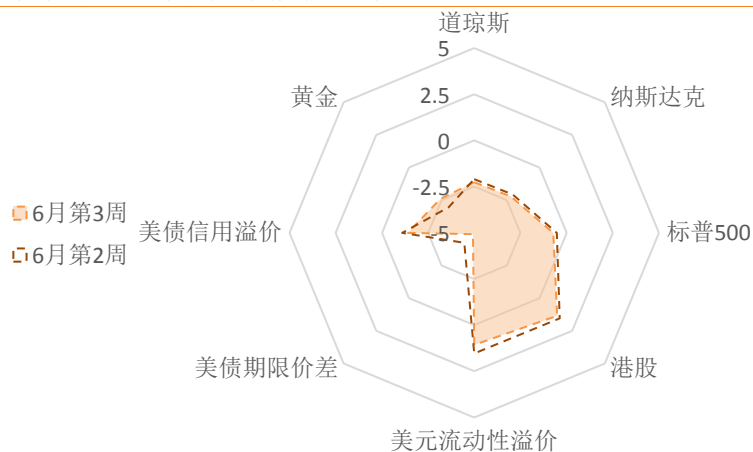
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 月第 3 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 3：6 月第 3 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

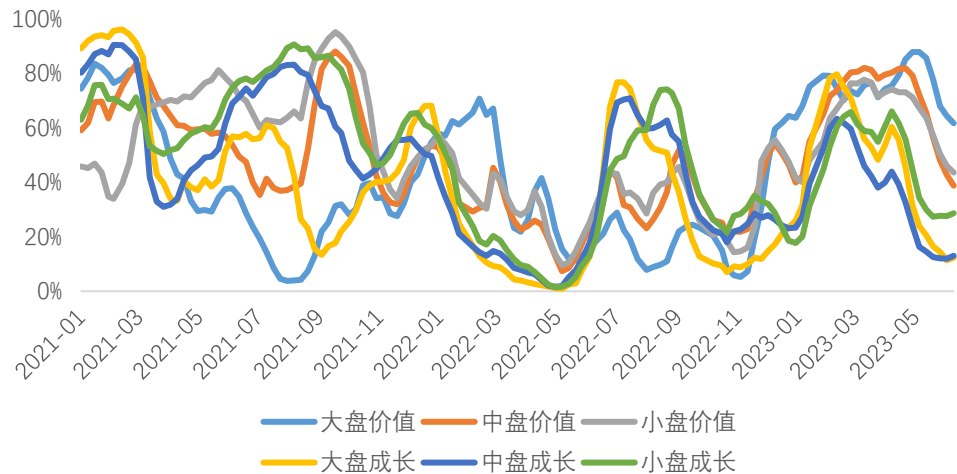
6月第2周，Wind全A的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上0.2倍标准差，56%分位）。沪深300的风险溢价上升至69%分位，上证50上升至66%分位，中盘股（中证500）上升至23%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为48%、48%、69%、71%分位。

6月第2周，价值指数拥挤度均小幅下降，成长指数拥挤度全数气温回升。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62%、12%、39%、13%、44%、29%历史分位。

6月第2周，30个一级行业的平均拥挤度维持37%分位。当前拥挤度最高的为传媒、通信和计算机；房地产、农林牧渔和消费者服务的拥挤度最低。

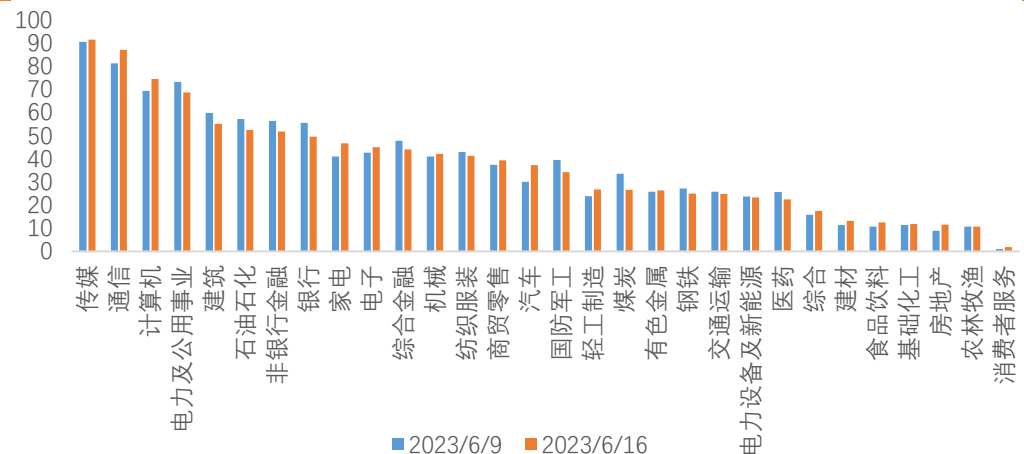
分板块来看，TMT中除传媒的交易拥挤度从极高位置（5月初达到96%分位的高点）继续小幅回落以外，其他行业（通信、计算机和电子）从5月底开始拥挤度都重新回升，除电子外拥挤度上升空间都已明显收窄。通信上升最快，已经回到85%分位上方；中特估（建筑、石油石化和金融）的交易拥挤度还在持续瓦解；消费板块中食品饮料、商贸零售和消费者服务的交易拥挤度开始企稳；消费中地产后周期的家电和轻工拥挤度则持续回升（见图6）。

图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



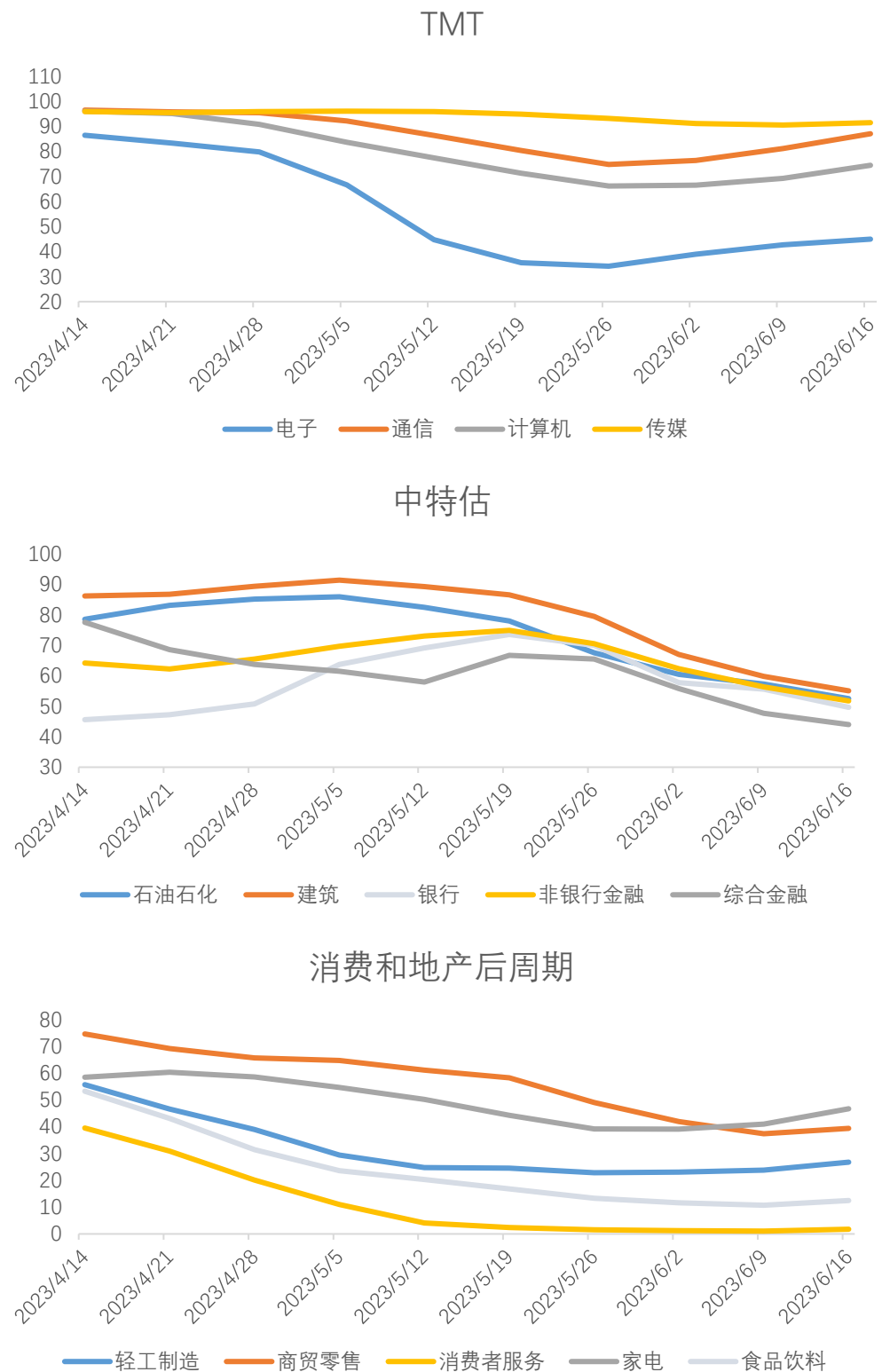
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

图 6：主题板块交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 债券

6月第2周，流动性溢价上升至21%分位，杠杆策略性价比维持中低。市场对未来流动性收紧的预期略高于中性（53%分位），期限价差下降至30%分位；信用溢价下降至50%分位。

利率债的短期交易拥挤度下降至71%分位，信用债的短期交易拥挤度下降至58%分位。

可转债的短期交易拥挤度上升至 37%分位。

## 商品

**能源品：**6月第2周，布油上涨 1.63%至 76.26 美元/桶。原油的交易拥挤度上升至 21%分位，交易盈亏比较高。美国石油总储备上升 0.64%，其中战略储备下降 0.53%。

**基本金属：**6月第2周铜价和沪铝分别上涨 2.55%和 1.36%，沪镍大幅上涨 8.36%。铜油比维持在中性位置，铜金比处在中性下方，铜在工业属性上定价中性，在金融属性上定价中性偏便宜。

**贵金属：**伦敦金现货价格下跌 0.17%。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下降至 58%分位，投机情绪中性。现货黄金 ETF 周均持仓量小幅下跌 0.48%，**黄金的短期交易拥挤度下降至 54%，今年首次持续向中性逼近。**

## 汇率

6月第2周，美元指数下跌 1.20%，收于 102.32。在岸美元流动性溢价下降至 37%分位，离岸美元流动性溢价继续上升至 84%分位。被债务上限谈判拖累，4月与5月美国未偿公共债务总额变化极小（分别下降 6.2 亿和上升 61.7 亿）。债务上限通过之后，美国国债净发行明显提速（债务余额上升 5721.4 亿），距离财政部第二季度的发行目标仅剩 1460.5 亿。6月第2周相较于第1周，已经明显降速，伴随降速，流动性环境也有所改善。

离岸人民币汇率下跌 0.04%至 7.13，伴随着美国通胀下行和美债利率回升，中美实际利差再次回到偏低位置（28%分位），人民币赔率偏低。

## 海外

6月第2周，10Y 美债名义利率上升 2bps 至 3.77%，10Y 美债实际利率与上期持平，10 年期盈亏平衡通胀预期上升 2bp 至 2.22%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度加深 9bps 至 93bps，10 年-3 个月利差倒挂幅度缩小至 157bps。

6月第2周，美股三大指数收涨。道琼斯上涨 1.25%、标普 500 和纳斯达克分别上涨 2.58%和 3.25%。标普 500 的风险溢价下降至 43%分位，纳斯达克和道琼斯分别下降至 28%和 27%分位。美国信用溢价下降至 36%分位，投机级和投资级信用溢价分别下降至 31%和 41%分位，信用环境维持偏宽松的局面。

## 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