

宏观

证券研究报告

2023年06月25日

大类资产风险定价周度观察-6月第4周

6月第3周各类资产表现：

6月第3周，美股三大指数普遍下跌。Wind全A下跌2.13%，日均成交额小幅上升至10745.53亿元。30个一级行业中仅5个行业实现上涨，国防军工、汽车和机械表现相对靠前；传媒、消费者服务和建材表现靠后。信用债指数小幅下降0.09%，国债指数小幅上升0.04%。

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

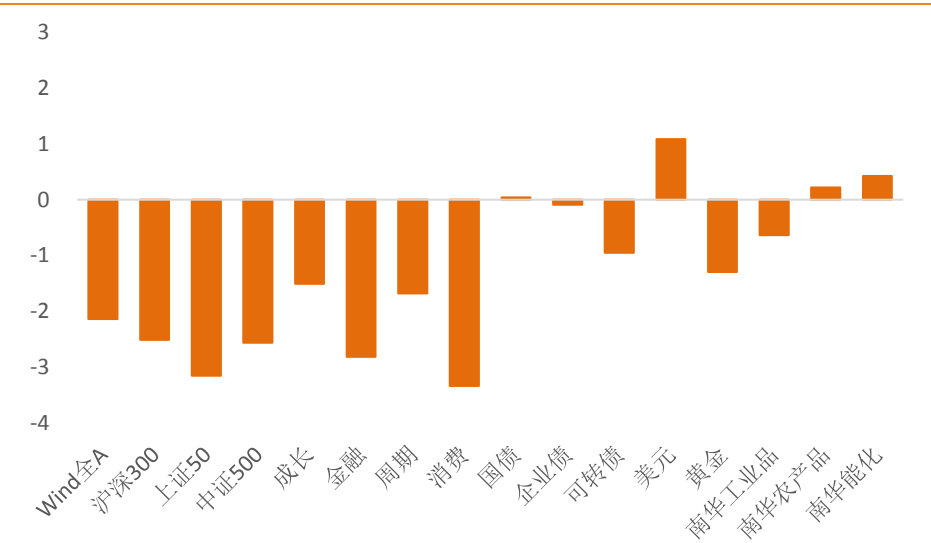
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

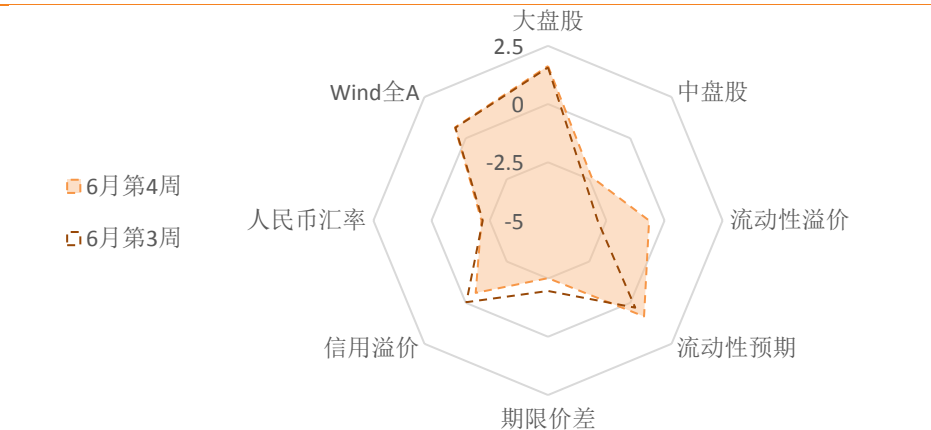
- 1 《宏观报告：宏观研究-中国经济不是二次探底》2023-06-22
- 2 《宏观报告：宏观-实现全年5%仍需努力》2023-06-20
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第3周》2023-06-18

图 1：6 月第 3 周各类资产收益率(%)



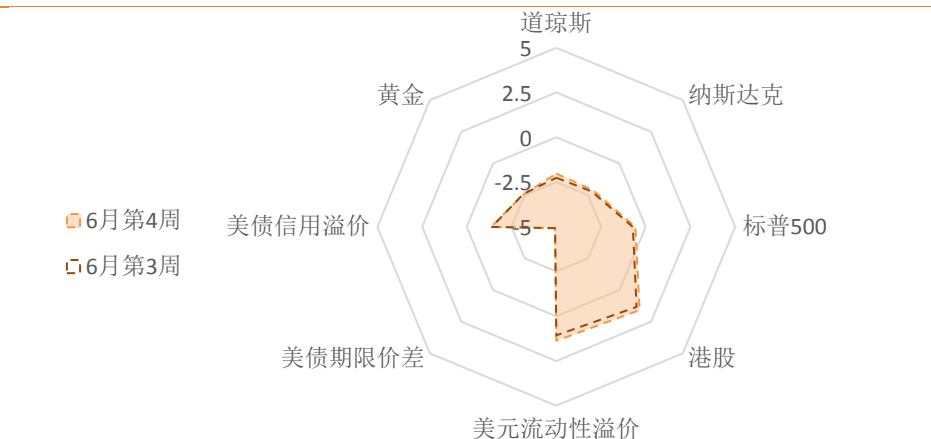
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 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。

权益

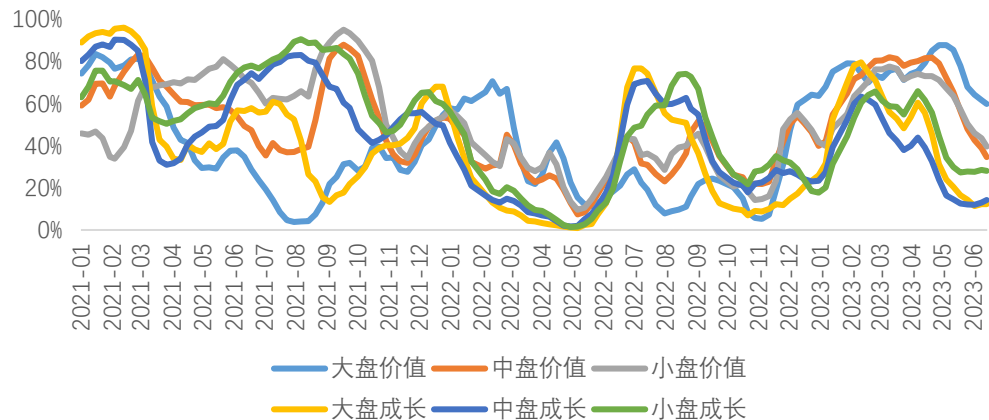
6月第3周，Wind全A的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上0.2倍标准差，56%分位）。沪深300和上证50的风险溢价分别维持在69%和66%分位，中盘股（中证500）上升至26%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为50%、48%、69%、72%分位。

6月第3周，除大中盘成长股外，各风格股拥挤度均再次出现不同程度下降。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60%、12%、35%、14%、40%、28%历史分位。

6月第3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。消费者服务、农林牧渔和基础化工的拥挤度最低。

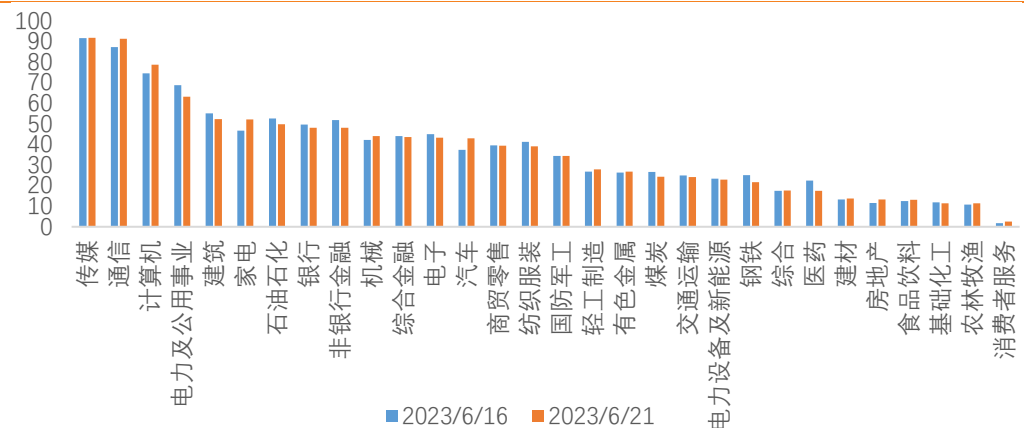
分板块来看，TMT中传媒的交易拥挤度从极高位置（5月初达到96%分位的高点）继续小幅回落，通信和计算机从5月底开始拥挤度持续提升，而电子本期小幅回落。除电子外TMT行业拥挤度上升空间都已较为逼仄；中特估（建筑、石油石化和金融）的交易拥挤度还在持续瓦解；除家电外，消费板块和地产后周期板块本周交易拥挤度回升放缓（见图6）。

图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



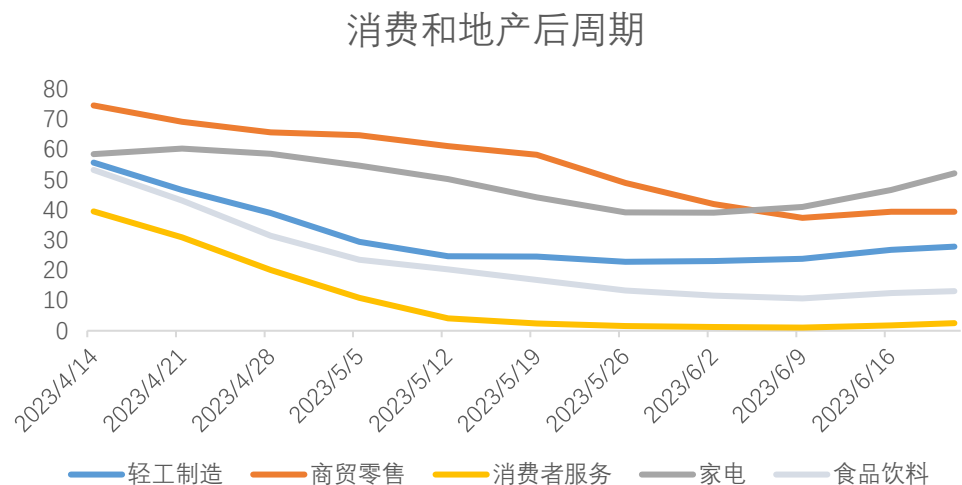
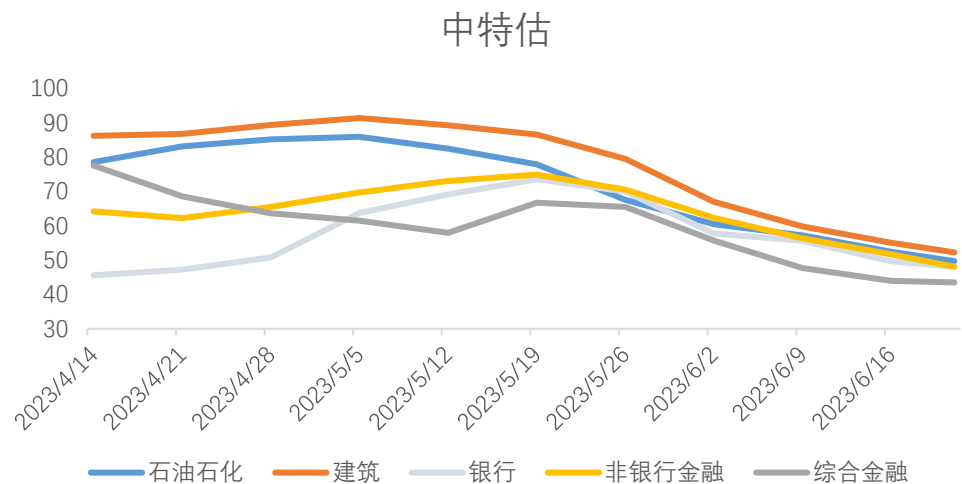
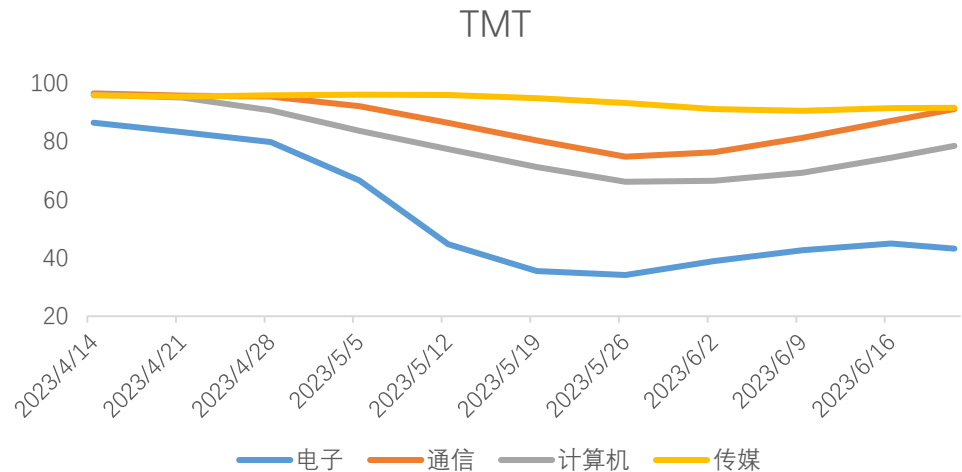
资料来源：Wind，天风证券研究所

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3周,流动性溢价大幅上升至43%分位,流动性环境较前几周收紧明显。市场对未来流动性收紧的预期略高于中性(58%分位),期限价差下降至25%分位;信用溢价下降至44%分位。

利率债的短期交易拥挤度下降至66%分位,拥挤度高位回落可能是止盈机会出现的信号。信用债的短期交易拥挤度下降至54%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至40%分位。

商品

能源品：6月第3周，布油下跌2.24%至74.55美元/桶。原油的交易拥挤度下降至20%分位，超卖状态较为明显。美国石油总储备下降0.02%，其中战略储备下降0.49%。

基本金属：6月第3周金属价格普遍下跌。铜价和沪铝分别下跌1.72%和0.86%，沪镍下跌2.8%。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1.90%。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度上升至59%分位，投机情绪中性偏高。现货黄金ETF周均持仓量小幅下跌0.05%，黄金的短期交易拥挤度下降至49%，今年以来首次拥挤度回落至中性下方，交易上不再拥挤。

汇率

6月第3周，美元指数上涨0.55%，收于102.88。在岸美元流动性溢价上升至41%分位，离岸美元流动性溢价继续上升至86%分位。

离岸人民币汇率上涨0.80%至7.17，中美实际利差与上期基本持平，人民币赔率仍处在中性偏低的位置。

海外

6月第3周，10Y美债名义利率下降3bps至3.74%，10Y美债实际利率下降2bps至1.53%，10年期盈亏平衡通胀预期下降1bp至2.21%。美国10年-2年期限利差倒挂幅度加深4bps至97bps，10年-3个月利差倒挂幅度增加至167bps。

6月第3周，美股三大指数收跌。道琼斯下跌1.67%、标普500和纳斯达克分别下跌1.39%和1.44%。标普500的风险溢价上升至44%分位，纳斯达克和道琼斯分别上升至29%和30%分位。

美国信用环境小幅收紧，信用溢价上升至37%分位，投机级信用溢价上升至34%，投资级下降至39%分位。

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 |