

宏观

证券研究报告

2023年07月17日

大类资产风险定价周度观察-23年7月第3周

7月第2周各类资产表现：

7月第2周，美股三大指数普遍上涨。Wind全A上涨1.40%，日均成交额下降至8594.43亿元。30个一级行业中24个行业实现上涨，石油石化、食品饮料和传媒表现相对靠前；综合、轻工制造和房地产表现靠后。信用债指数小幅上涨0.12%，国债指数小幅上涨0.11%。

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

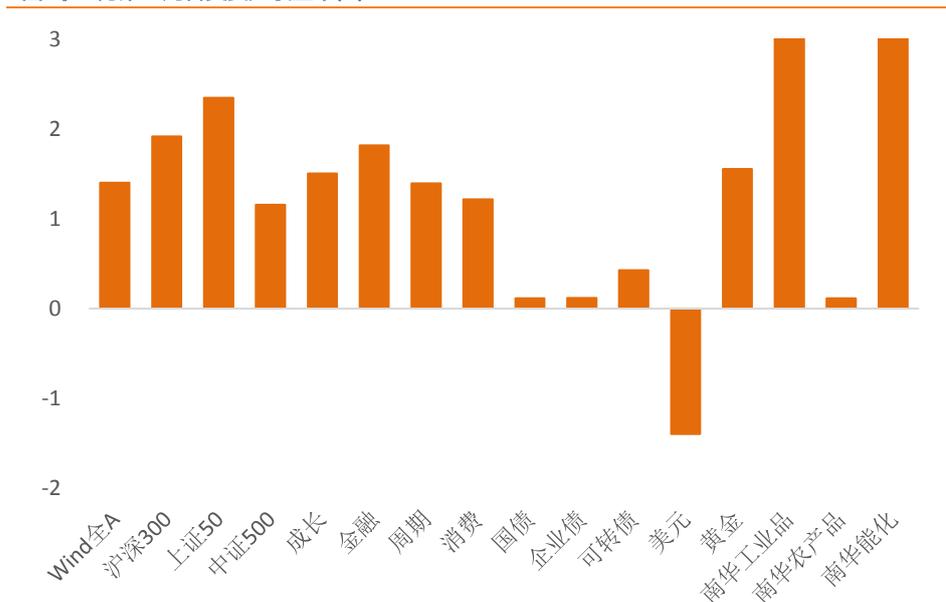
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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-信用周期是否见底？》2023-07-12
- 2 《宏观报告：宏观报告-从616国常会至今都有哪些政策出台？》2023-07-10
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年7月第2周》2023-07-10

图 1：7 月第 2 周各类资产收益率(%)



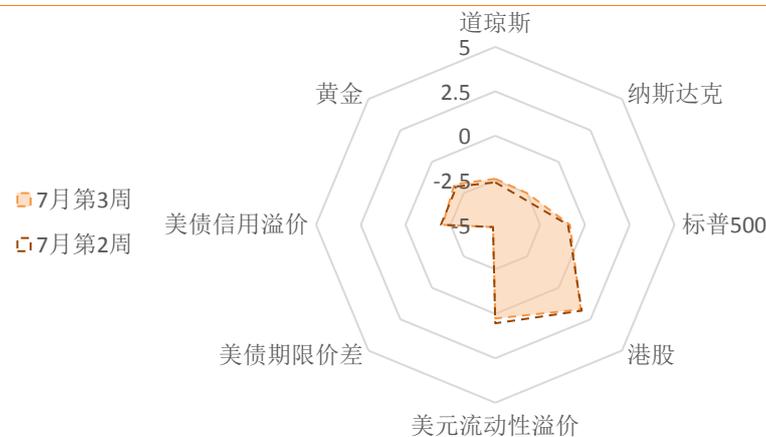
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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

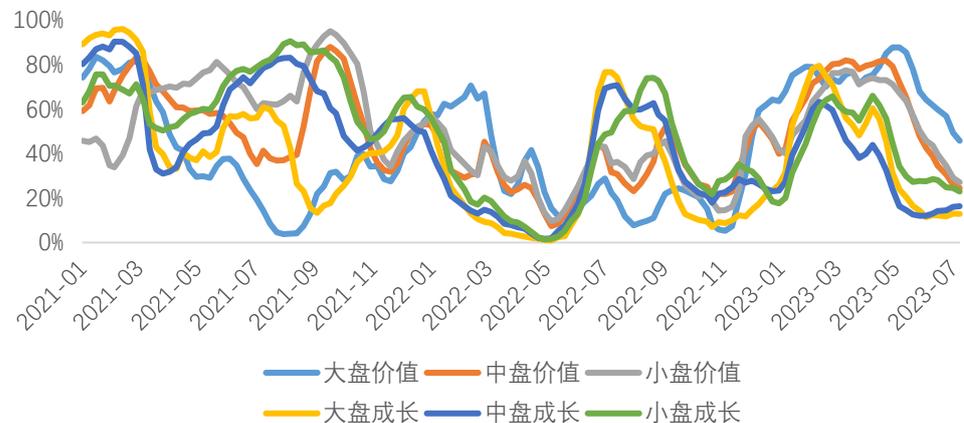
7月第2周，Wind全A的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上0.3倍标准差，58%分位）。沪深300和上证50的风险溢价分别上升至74%和70%分位，中盘股（中证500）的风险溢价维持36%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为63%、45%、70%、75%分位。

7月第2周，大、中盘成长股拥挤度维持稳定，其余风格股拥挤水平继续缓解。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49%、13%、25%、16%、27%、23%历史分位。

7月第2周，30个一级行业的平均拥挤度维持39%分位。当前拥挤度最高的为通信、传媒和汽车。建材、房地产和消费者服务的拥挤度最低。

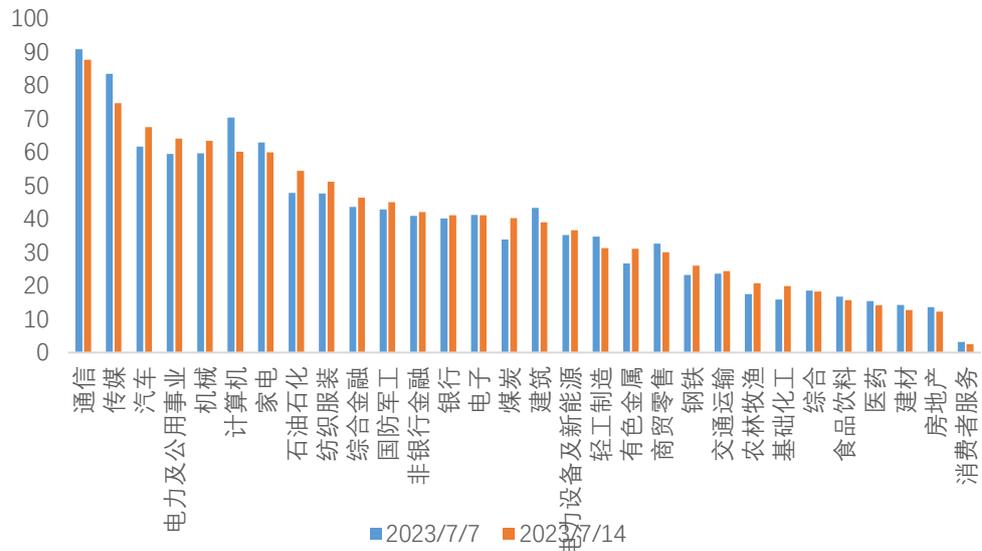
分板块来看，除电子外TMT行业拥挤度上升空间都已较为逼仄，本期均开始下降。中特估（建筑、石油石化和金融）的交易拥挤度（除建筑外）有所回升，石油石化拥挤度上升较大；消费板块和地产后周期板块本周交易拥挤度均出现下降（见图6）。

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

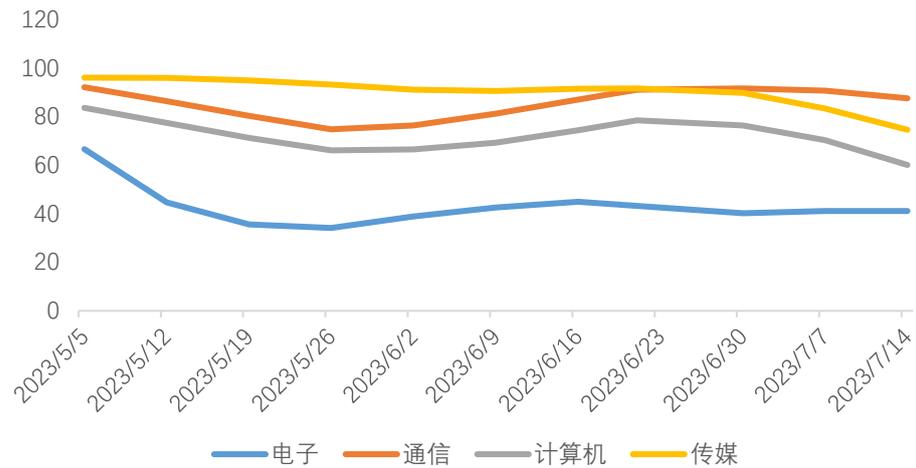
图5：一级行业交易拥挤度（百分位数）



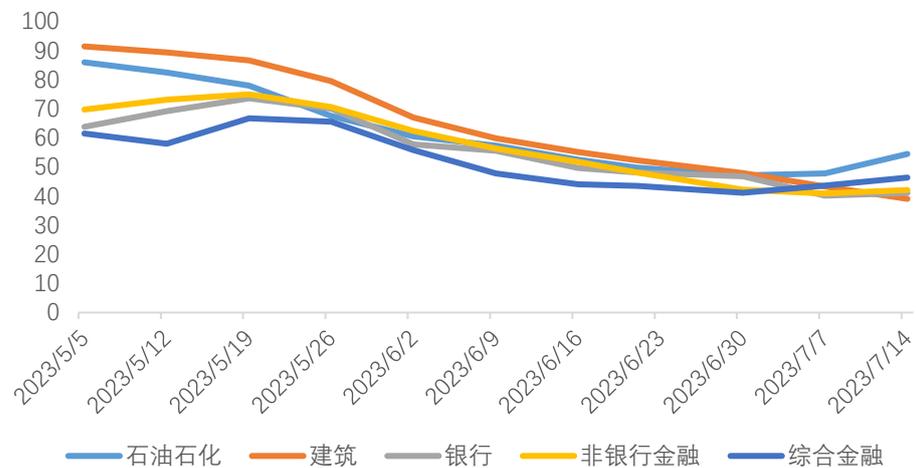
资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：主题板块交易拥挤度（百分位数）

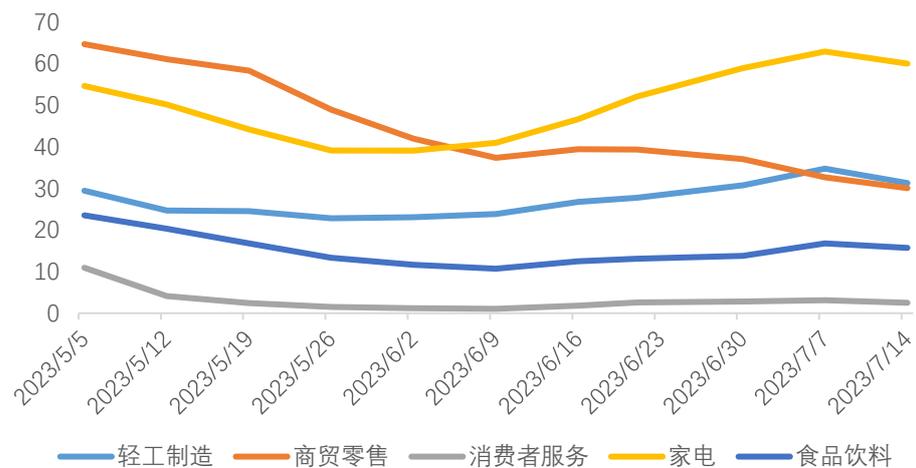
TMT



中特估



消费和地产后周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券

7月第2周，流动性溢价回升至20%分位。市场对未来流动性收紧的预期在中性附近（52%分位），期限价差下降至27%分位；信用溢价下降至47%分位。

利率债的短期交易拥挤度下降至 59%分位，信用债的短期交易拥挤度下降至 44%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至 50%分位。

商品

能源品：7月第2周，布油上涨 1.87%至 79.63 美元/桶。原油的交易拥挤度大幅下降至 5%分位，情绪较低。美国石油总储备上升 1.03%，其中战略储备下降 0.12%。

基本金属：7月第2周金属价格普遍上涨。铜价、沪铝和沪镍分别上涨 3.59%、2.52%和 0.83%。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。

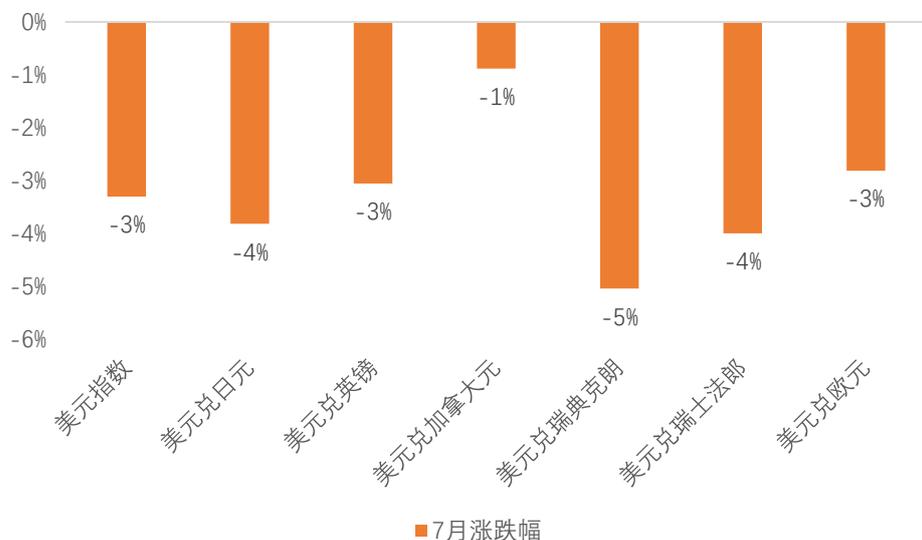
贵金属：伦敦金现货价格上涨 1.55%。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下降至 50%分位，投机情绪中性。现货黄金 ETF 周均持仓量下降 0.37%，**黄金的短期交易拥挤度与上周基本持平（40%分位）。**

汇率

7月第2周，美元指数大幅下跌 2.21%，收于 99.96。在岸美元流动性溢价维持 31%分位，离岸美元流动性溢价下降至 74%分位。美元指数下跌既有内因也有外因。

内因方面，加息预期的变化在非农和通胀数据的双重强化下开始缓和是美元指数快速下降的催化剂，市场对7月后暂停加息的预期逐渐一致，7月之后的紧缩预期也整体降温。在美国紧缩交易缓解的驱动下，七月以来组成美元指数的所有汇率全数下跌，其中美元兑瑞典克朗、瑞士法郎和日元贬值最多，这种广谱的下跌表明美元指数下跌的主因还是自身。

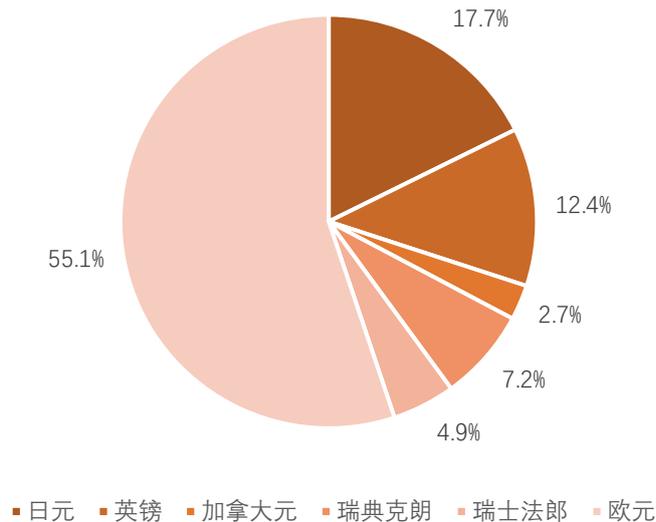
图 7：美元指数成分汇率全速下跌



资料来源：Wind，天风证券研究所

具体拆解美元指数的贬值，权重最高的欧元升值对美元指数下降的贡献（55.1%）与其权重（57.6%）基本接近（两者七月以来基本上都跌去了 3%）。在美元指数中权重排名第二的日元对7月以来的贬值贡献明显高于其权重（贡献 17.7%的跌幅，权重 13.6%）。两者加起来贡献了本轮美元指数 72.8%的跌幅。

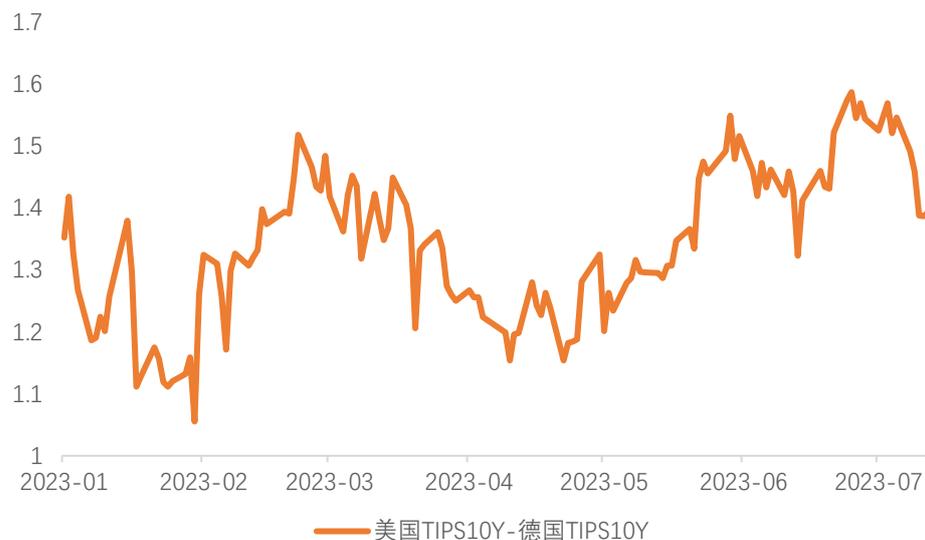
图 8：7月以来各货币对美元指数下跌的贡献占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

欧元兑美元升值的原因是两者的货币政策预期差。与美国加息预期缓解相反，欧央行的加息预期还在强化。7月13日晚间，欧洲央行公布6月货币政策会议纪要。委员们认为，有必要传达这样的信息——要使通胀及时回到目标水平，货币政策还有更长的路要走。除了加息，欧央行近期还在加码缩表。与之对应的就是，欧元区的债券收益率在7月美债利率回落的背景下还在上涨。作为我们美元指数模型中最为显著的变量（与美元指数的相关系数接近80%），美德10Y实际利差已经回落了15bps。

图9：7月以来，美德实际利差收敛了15bps（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

日本方面，近期10Y国债利率也出现了明显的反弹。10Y利率已经升至日本央行设定的0.5%上限附近。从日本国债的掉期价格（0.7%）来看，市场在对赌日本央行在本月的政策委员会会议上可能会进一步调整收益率曲线控制政策（YCC）。此外，日元快速上涨可能还有技术性的原因。加拿大皇家银行表示，日元最近的反弹可能是由于日元空头头寸的大规模平仓。他们认为，这似乎是比日本央行可能在本月会议上调整政策更合理的解释。

从我们的定量模型来看，目前基本面确实是支持美元指数下行的。模型显示美元指数可能在7-8月下行至100以下（96-97）。但中长期看，美国的经济基本面韧性不容忽视，底子可能还好于欧洲，联储的态度依旧较为强硬，支持美元趋势性下跌的证据目前还无从谈起。等待欧洲加息带来的滞后紧缩效应逐渐显现，或博弈日本央行调整YCC的

交易落空，美元有反抽的可能。

离岸人民币汇率下跌 1.16%至 7.14，中美实际利差的历史分位数仍处在中低位置，人民币赔率中性偏低。

海外

7 月第 2 周，10Y 美债名义利率下降 23bps 至 3.83%，10Y 美债实际利率下降 20bps 至 1.59%，10 年期盈亏平衡通胀预期下降 3bps 至 2.24%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度扩大 3bps 至 91bps，10 年-3 个月利差倒挂幅度缩小至 166bps。

7 月第 2 周，美股三大指数普遍上涨。道琼斯上涨 2.25%、标普 500 和纳斯达克分别上涨 2.42%和 3.32%。标普 500 的风险溢价上升至 42%分位，纳斯达克和道琼斯分别上升至 25%和 26%分位。美国信用溢价下降至 29%分位，投机级信用溢价下降至 25%，投资级信用溢价维持 34%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