

宏观

证券研究报告

2023 年 08 月 21 日

大类资产风险定价周度观察-23 年 8 月第 4 周

8 月第 3 周各类资产表现：

8 月第 3 周，美股三大指数全数下跌。Wind 全 A 下跌 2.35%，日均成交额进一步下降至 7281 亿元。30 个一级行业中 26 个行业下跌，纺织服装、国防军工和电力及公用事业表现相对靠前；计算机、消费者服务和电子表现靠后。信用债指数上涨 0.24%，国债指数上涨 0.43%。

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

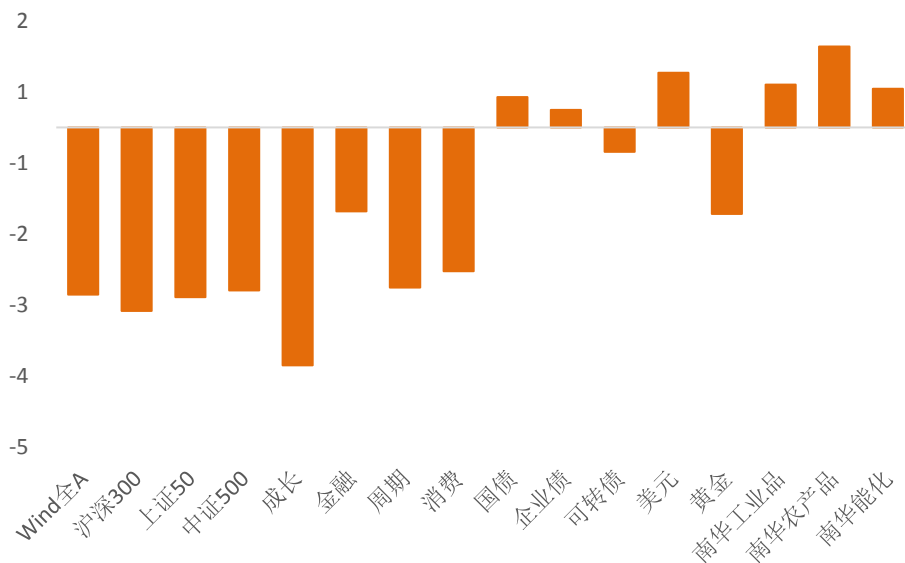
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

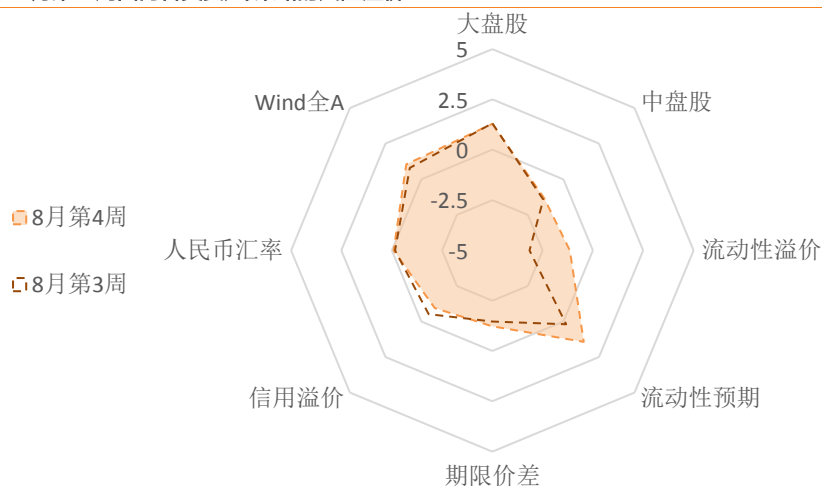
- 1 《宏观报告：宏观-经济不用悲观》
2023-08-20
- 2 《宏观报告：汇率要稳，息差要扩 -
——逐字逐句重点解读二季度货政报
告》 2023-08-18
- 3 《宏观报告：宏观报告-如何理解政
策利率的非对称降息？》 2023-08-16

图 1：8 月第 3 周各类资产收益率(%)



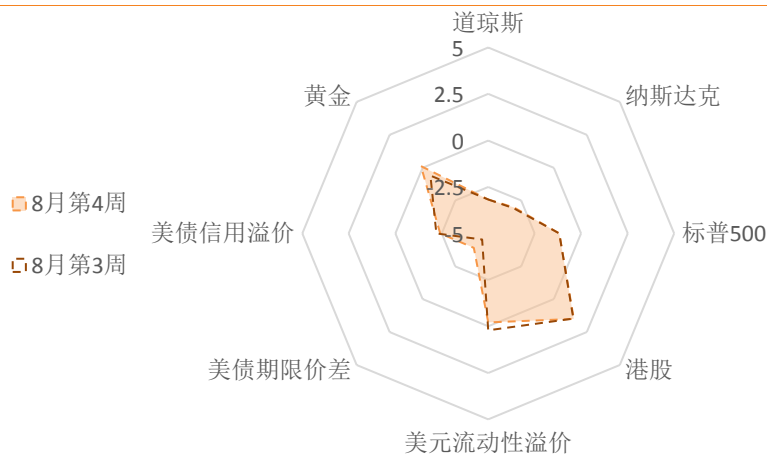
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 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 3：8 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

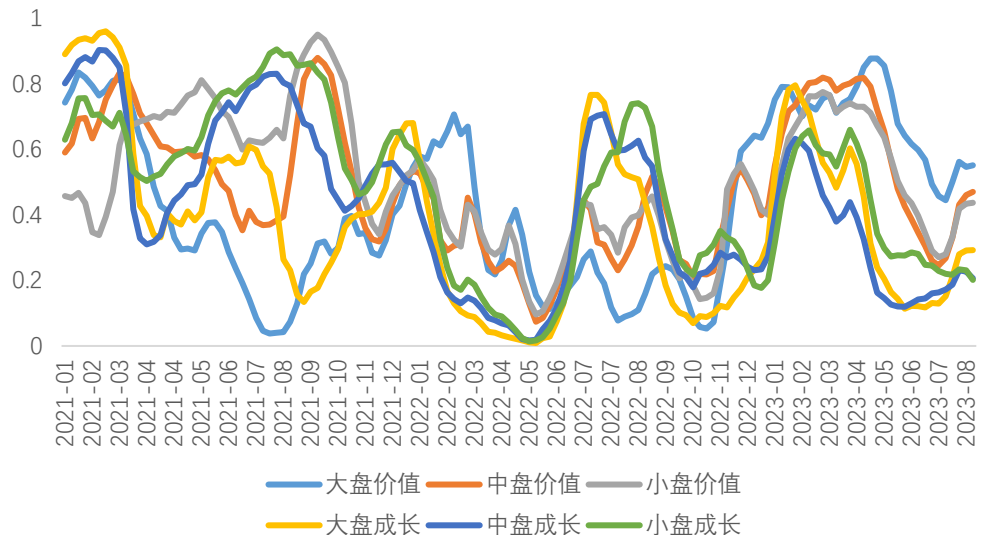
8月第3周，Wind全A的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上0.3倍标准差，61%分位）。沪深300的风险溢价维持在68%分位，上证50的风险溢价维持在63%分位，中盘股（中证500）的风险溢价小幅上升至37%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为48%、43%、74%、75%分位。

8月第3周，大盘风格交易拥挤度小幅上升，中盘风格交易拥挤度与上周持平，小盘风格交易拥挤度小幅回落。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55%、47%、44%、29%、21%、20%历史分位。

8月第3周，30个一级行业的平均拥挤度处在49%分位。当前拥挤度最高的为非银行金融、综合金融和银行；电子、医药和消费者服务的拥挤度最低。

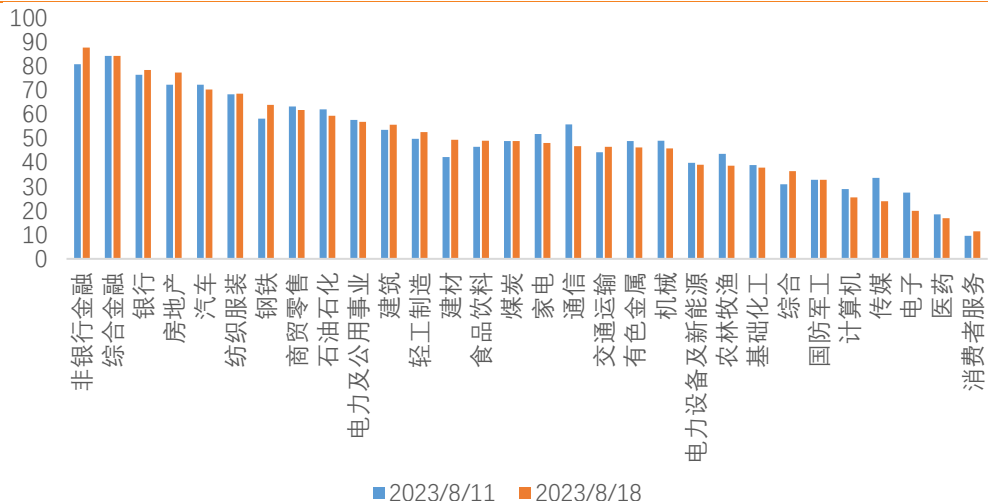
分板块来看，TMT行业拥挤度本期持续下降。高股息（煤炭、石油石化、银行和交通运输）的交易拥挤度除石油石化下降外，其余都持平或回升；消费板块和地产后周期板块本周交易拥挤度除家电和商贸零售外，其他的交易拥挤度继续回升（见图6）。

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

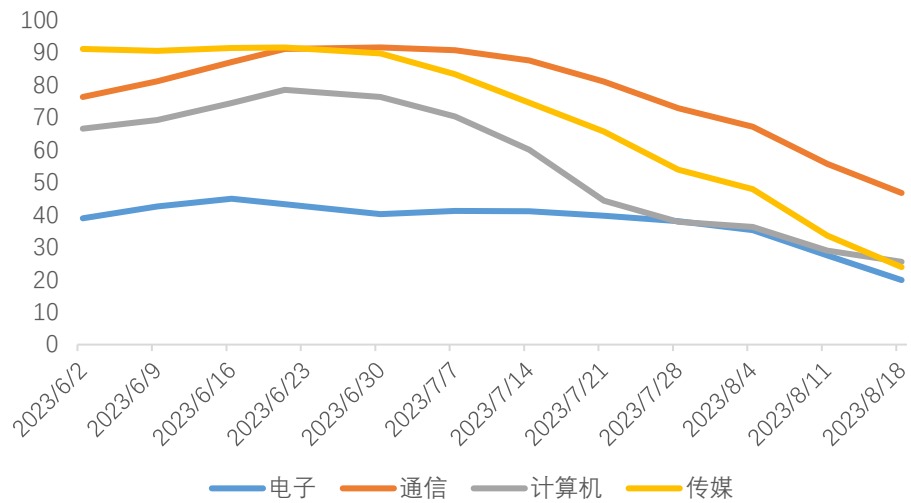
图5：一级行业交易拥挤度（百分位数）



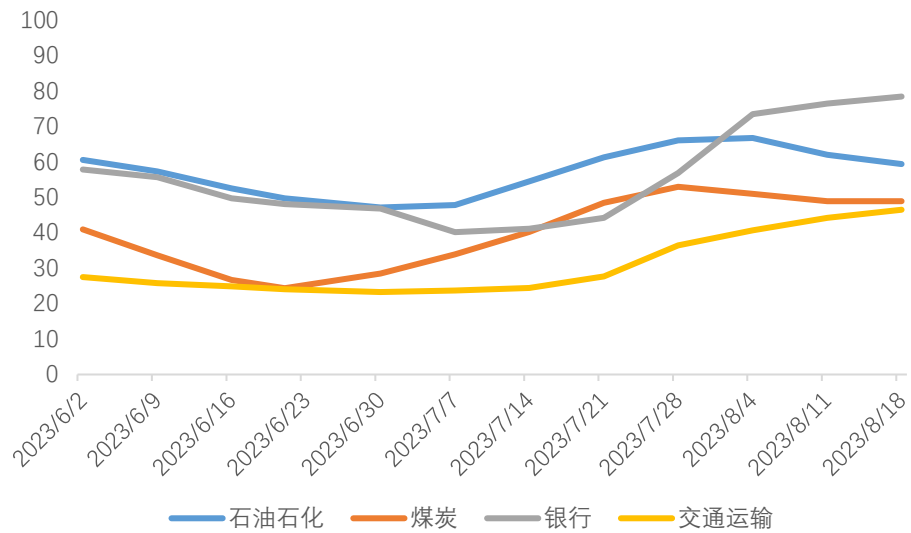
资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：主题板块交易拥挤度（百分位数）

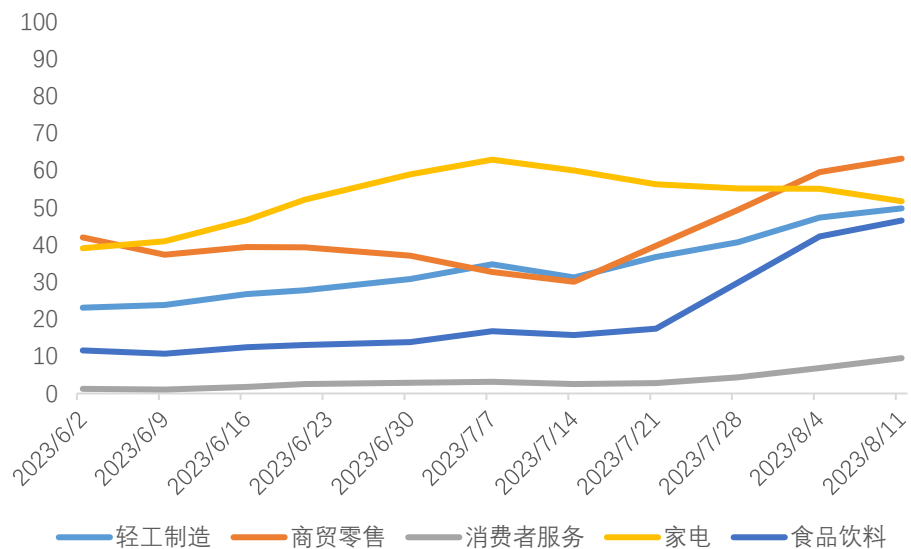
TMT



高股息



消费和地产后周期



资料来源: Wind, 天风证券研究所

债券

8月第3周，流动性溢价上升至38%分位，流动性环境边际转紧但仍处在中性偏宽松区间内。市场对未来流动性收紧的预期高于中性（64%分位），期限价差小幅上升至38%分位；信用溢价下降至40%分位。

利率债的短期交易拥挤度处在63%分位，信用债的短期交易拥挤度处在47%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至59%分位。

商品

能源品：8月第3周，布油下跌2.28%至84.83美元/桶。原油的交易拥挤度维持在73%分位的较高位置，短期交易略显拥挤。美国石油总储备下降0.42%，其中战略储备上升0.17%。

基本金属：8月第3周，金属价格涨跌互现。铜价下跌0.67%，沪铝下跌0.51%，沪镍反弹1.47%，沪锌下跌3.98%。

贵金属：8月第3周，伦敦金现货价格下跌1.26%至1888.9美金/盎司。COMEX黄金的非商业持仓拥挤度下降至31%分位。

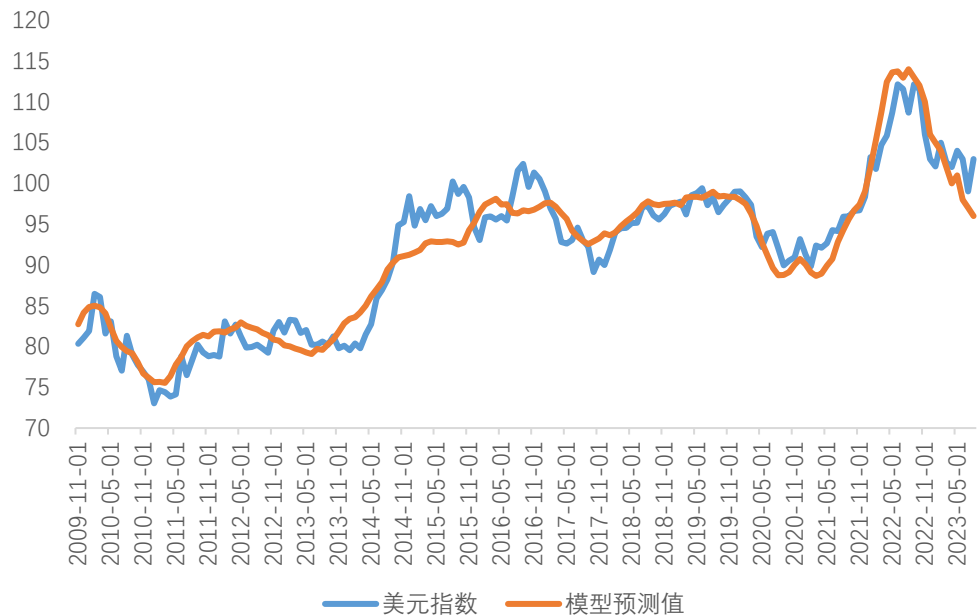
本轮的黄金下跌主要是与实际利率的上行有关。4月5日至今，实际利率上行了88bps，按照我们的定量模型测算实际利率对金价的拖累大概是102美金（实际利率变动*两因子模型系数），与这期间金价的调整幅度基本一致。这也就意味着**今年央行回补黄金储备的速度并没有明显减速（去年的央行购金速度创历史新高），央行购金仍将为金价提供有力的支撑**。黄金的风险溢价修正至中性上方，目前估值吸引力逐渐显现。且短期交易拥挤度下降至37%，建议开始关注拥挤度进一步降低带来的交易性机会。

汇率

8月第3周，美元指数上涨0.55%，收于103.44。在岸美元流动性溢价回落至23%分位，离岸美元流动性溢价上升至73%分位，离岸与在岸美元金融条件的差异稳定支撑美元指数。

根据我们实际利差、通胀和货币政策三因子美元指数定量模型，目前美元指数处在多空角力的焦灼状态。欧洲比美国面临更加严重的通胀的问题，与之对应就是欧洲更紧货币政策（欧央行缩表速度持续高于美联储）给美元持续的向下压力。但另一方面美国经济基本面韧性强于欧洲，驱动美德实际利差逐渐走扩。这又给美元指数提供了强有力的支撑。现在美元指数偏离模型的预测值（100以下）较多，短期可能处在超涨的状态。

图 7：现在美元指数回升已经偏离模型的预测值（100 以下）较多，短期可能处在超涨的状态



资料来源：Wind，天风证券研究所

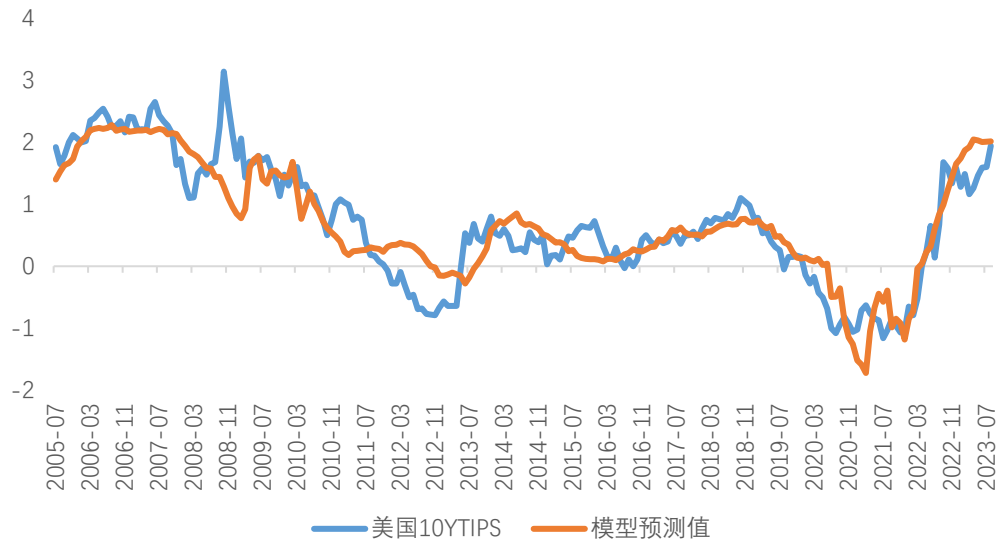
离岸人民币汇率上涨 0.64%至 7.31，中美实际利差的历史分位数仍处在中低位置，人民币赔率中性偏低。

海外

8 月第 3 周，10Y 美债名义利率上升 10bps 至 4.26%，10Y 美债实际利率同步上升 14bps 至 1.94%，创下 2009 年 7 月以来的历史高点。10 年期盈亏平衡通胀预期下降至 2.32%。美国 10 年-2 年期限利差回升至历史 10%分位。

在我们的实际利率模型中，定价因子分成储蓄率、经济基本面和货币政策三个维度。年初至今三个方面是共振拉动实际利率上行的。失业率震荡下行，PMI 企稳意味着经济基本面好转的证据开始累计；美联储仍在加息，资产负债表也持续收缩，流动性环境拐点目前还未出现；储蓄率快速下降之后在低位徘徊，资金供需也是驱动实际利率上升的。往后展望，三个维度快速转向的证据目前都不充足，要为利率较长时间维持在高位做好准备。当下实际利率已经追上模型的预测值，基本面定价可能逐渐充分。

图 8：实际利率已经追上模型的预测值，基本面定价可能逐渐充分



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月第3周，美股三大指数全部下跌。道琼斯下跌 2.21%、标普 500 下跌 2.11%，纳斯达克下跌 2.59%。标普 500 的风险溢价维持在 38%分位，纳斯达克的风险溢价维持在 20%分位，道琼斯维持在 18%分位。美国信用溢价下降至 26%分位，投机级信用溢价下降至 22%分位，投资级信用溢价维持 30%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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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：100088	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