

宏观

证券研究报告

2023 年 10 月 09 日

大类资产风险定价周度观察-23 年 10 月第 2 周

10 月第 1 周各类资产表现：

10 月第 1 周，美股三大指数涨跌互现。9 月最后 1 周，Wind 全 A 下跌 0.37%，日均成交额上升至 7050.93 亿元。30 个一级行业中有 21 个实现上涨，传媒、通信和计算机表现相对靠前；有色金属、钢铁和房地产表现靠后。信用债指数上涨 0.03%，国债指数下降 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

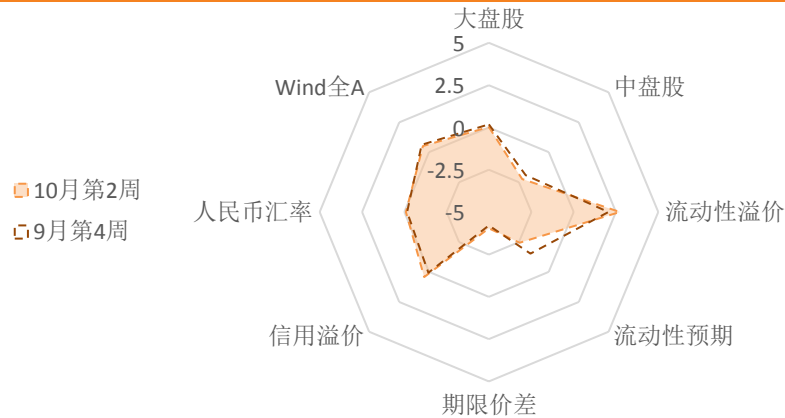
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

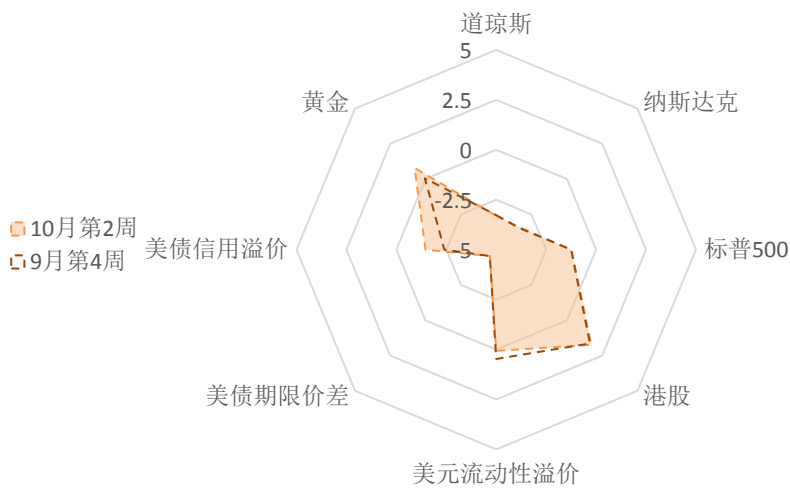
- 1 《宏观报告：宏观-经济复苏格局的再确认》2023-10-02
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 9 月第 4 周》2023-09-25
- 3 《宏观报告：宏观-沪金的溢价能持续吗？》2023-09-23

图 1：10 月第 2 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 2：10 月第 2 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

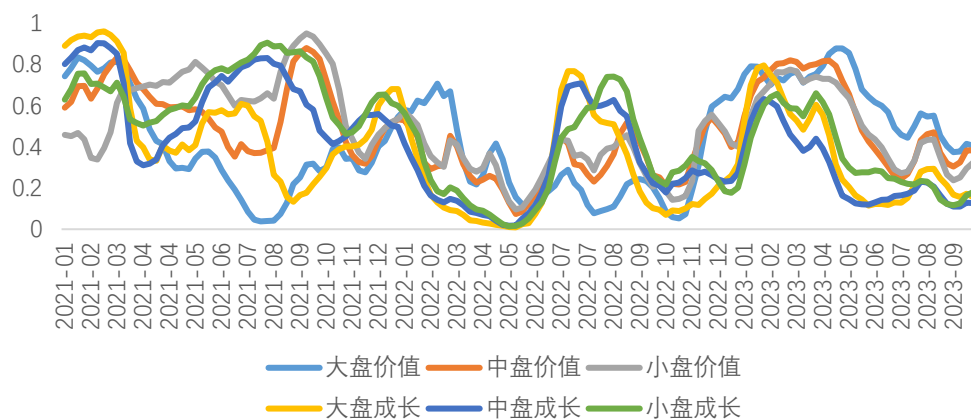
10 月第 1 周，Wind 全 A 的风险溢价在略高于【中性】水平位置（中位数上 0.2 倍标准差，55%分位）。沪深 300、上证 50 和中盘股（中证 500）的风险溢价分别下降至 66%、50%和 28%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 51%、31%、68%、71%分位。

10 月第 1 周，大、中盘股拥挤度较上周基本持平，小盘股拥挤度出现上升。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 41%、16%、38%、13%、32%、18%历史分位。

10 月第 1 周，30 个一级行业的平均拥挤度维持在 38%分位。当前拥挤度最高的为煤炭、石油石化和纺织服装。传媒、消费者服务和计算机的拥挤度最低。

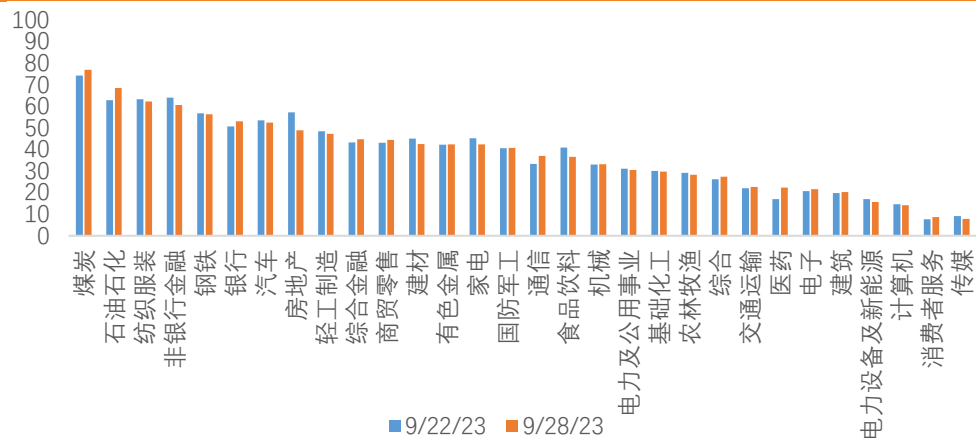
分板块来看，TMT 行业除传媒外拥挤度持续上升。高股息行业拥挤度延续上周持续上升的趋势，石油石化板块和银行板块拥挤度上升较快。消费板块和地产后周期板块整体呈下降趋势，家电板块和食品饮料板块拥挤度下降较快。

图 3：风格指数交易拥挤度（百分位数）



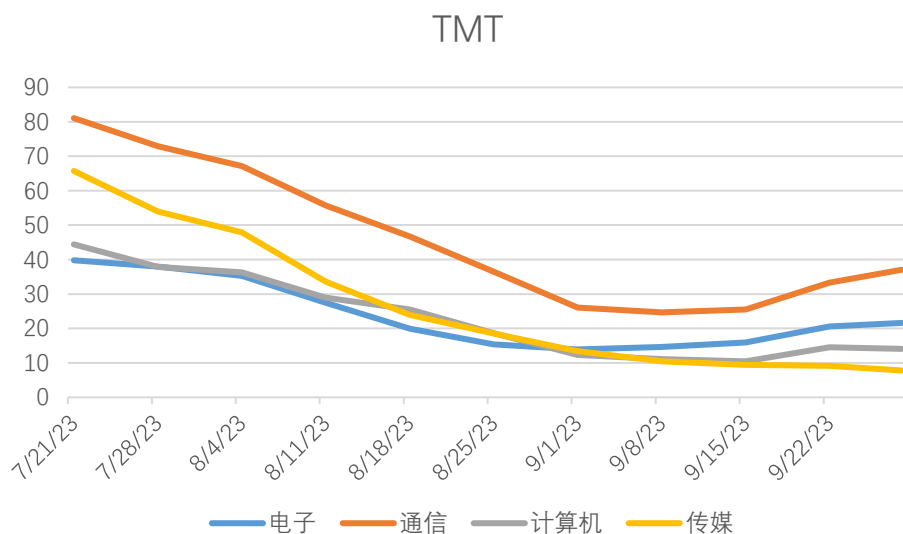
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：一级行业交易拥挤度（百分位数）

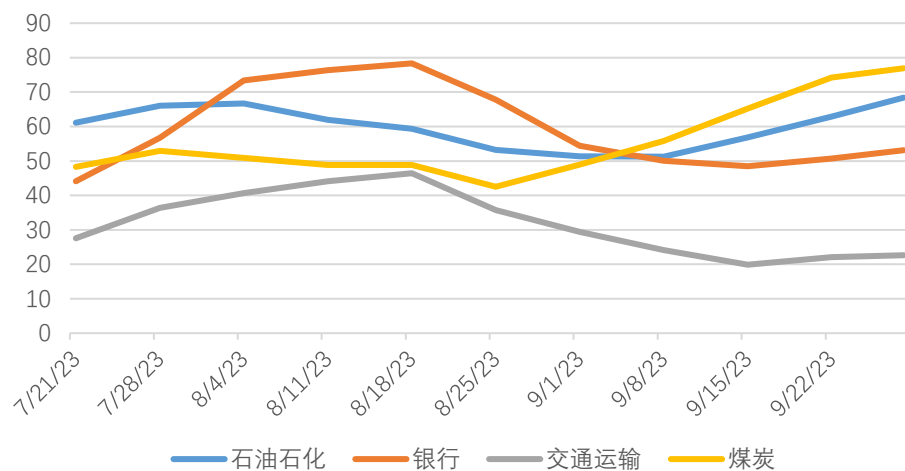


资料来源：Wind，天风证券研究所

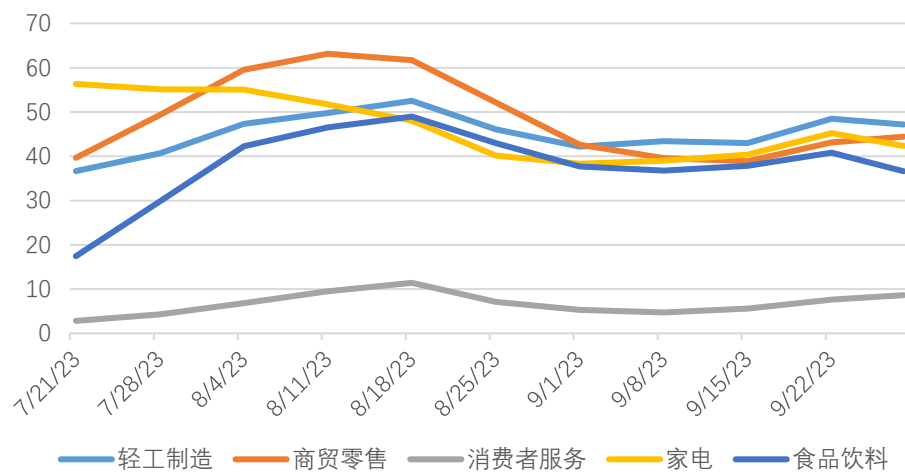
图 5：主题板块交易拥挤度（百分位数）



高股息



消费和地产后周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

债

10 月第 1 周，流动性溢价上升至 77%分位，目前偏紧。市场对未来流动性收紧的预期持续下跌至偏低（25%分位），期限价差上涨至 10%分位；信用溢价上涨至 54%分位。

利率债的短期交易拥挤度下降至 15%分位，信用债的短期交易拥挤度下降至 22%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至 27%分位。

商品

能源品：10 月第 1 周，布油下跌 8.34%至 84.43 美元/桶。原油的交易拥挤度处在 86%分位的较高位置。美国石油总储备上升 0.31%，其中战略储备上升 0.09%。目前需求处在淡季，基本面变化不大，金融属性受经济韧性抑制与美国与沙特进行谈判的预期可能是油价承压的主要原因。

基本金属：10 月 1 周，受金融属性拖累，金属价格普遍下跌。铜价下跌 2.73%，沪铝下跌 0.31%，沪镍下跌 3.14%。

贵金属：伦敦金现货价格下跌了 0.86%。COMEX 黄金的非商业持仓拥挤度下降至 20%分位。现货黄金 ETF 周均持仓量下降 0.31%，黄金的短期交易拥挤度下降至 28%。

汇率

美国经济数据好转明显，叠加就业数据超预期，美元指数维持强势。10 月第 1 周，美元指数与节前基本持平，小幅下跌 0.08%，收于 106.34。在岸美元流动性溢价下降至 29%分位，离岸美元流动性溢价下降至 72%分位。

离岸人民币汇率维持在 7.30 的水平附近，中美实际利差的历史分位数仍低于中性，人民币赔率目前没有明显吸引力。

海外

美国 9 月非农新增就业飙升 33.6 万人，市场预期仅为 17 万人，同时 7 月与 8 月的新增就业人数也上修明显。9 月美国 ISM 公布的制造业 PMI 数据创下去年 11 月以来新高，非农数据大超预期都为美国经济已进入复苏阶段提供了有力的证据，市场 “higher and longer” 的概念更加深入人心。CME 美联储观察工具显示 11 月 FOMC 的加息预期从 18% 上升至 27%。

10 月第 1 周，10Y 美债名义利率上升 34bps 至 4.78%，10Y 美债实际利率上升 40bps 至 2.47%，10 年期盈亏平衡通胀预期下降至 2.31%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度缩小 36bps 至 30bps，距离回到水上更进一步。

10 月第 1 周，美股三大指数涨跌互现。道琼斯下跌 0.3%，标普 500 和纳斯达克分别上涨 0.48%和 1.60%。标普 500 的风险溢价小幅上升至 38%分位，纳斯达克和道琼斯的风险溢价分别维持 16%和 17%分位的历史低位。美国投机级信用溢价和投资级信用溢价均上升至 35%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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com