

宏观

证券研究报告

2023年12月05日

大类资产风险定价周度观察-23年12月第2周

12月第1周各类资产表现：

12月第1周，美股三大指数上涨。Wind全A下跌0.57%，日均成交额下跌至8153.54亿元。30个一级行业中有13个实现上涨，煤炭、通信和传媒表现相对靠前；房地产、建材和电力设备及新能源表现靠后。信用债指数上涨0.02%，国债指数上涨0.14%。

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

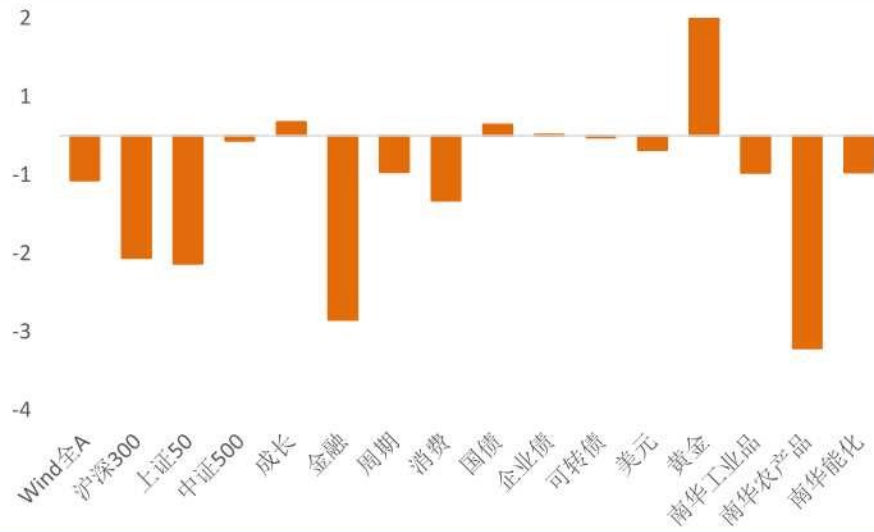
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

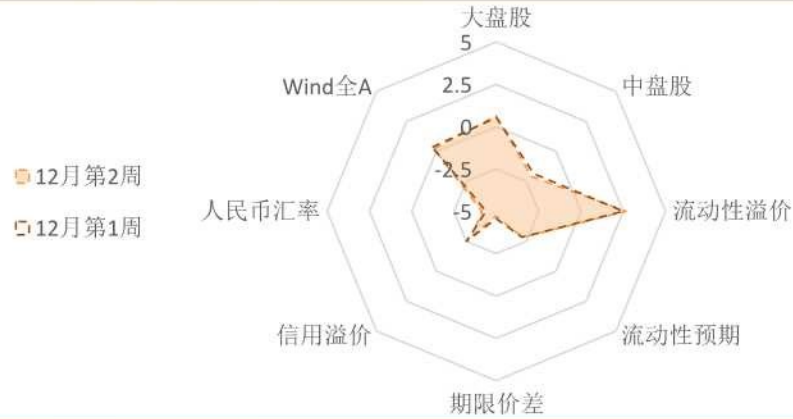
- 1 《宏观报告：宏观-人民币升值的五个问题》2023-12-02
- 2 《宏观报告：宏观-经济在寻找新中枢》2023-12-01
- 3 《宏观报告：货币政策新导向——三季度货政报告解读》2023-11-28

图 1：12 月第 1 周各类资产收益率(%)



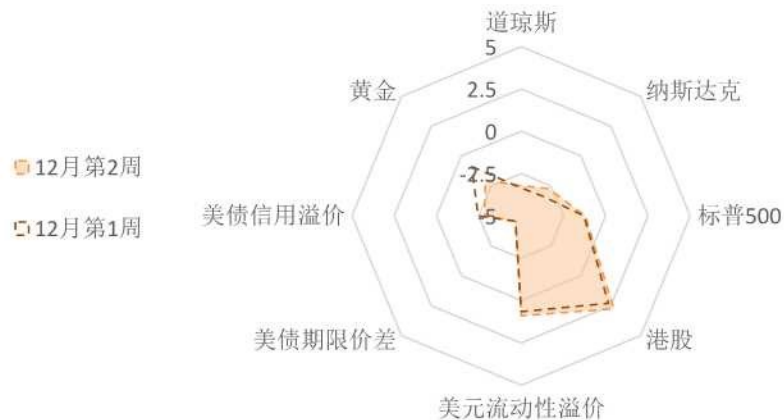
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：12 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 3：12 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

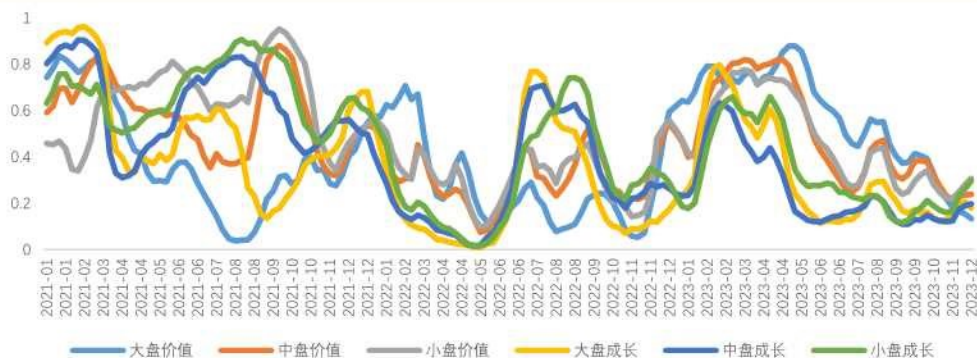
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

权益

12月第1周，Wind全A的风险溢价处在略高于【中性】水平位置（中位数上0.04倍标准差，52%分位）。沪深300、上证50和中盘股（中证500）的风险溢价小幅维持在72%、56%和29%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为52%、33%、57%、53%分位。

12月第1周，除大盘价值拥挤度还在下降外，其他风格的交易拥挤度低位企稳。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13%、18%、24%、20%、31%、30%历史分位。

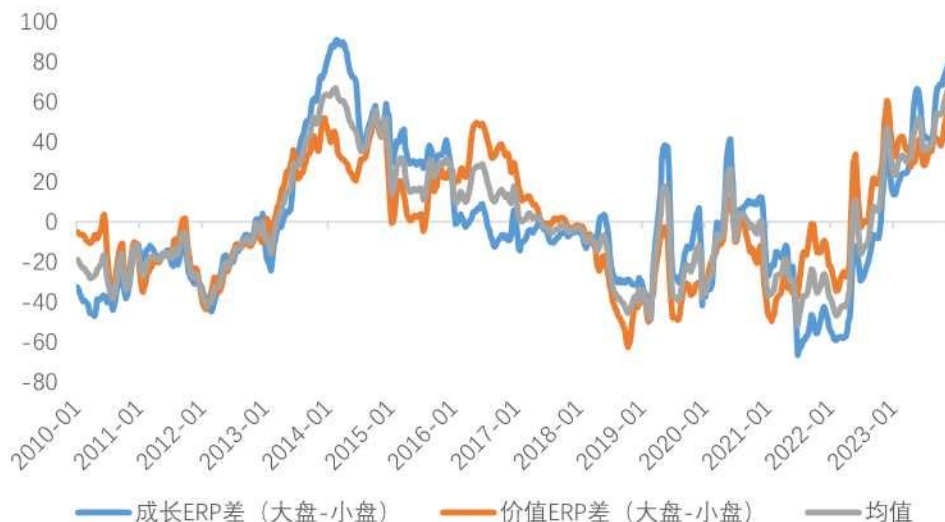
图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

小盘股和大盘股的风险溢价差值从21年年中开始不断收敛，并从22年10月开始反向走扩，目前大盘股的风险溢价（大盘价值与大盘成长均值）比小盘股风险溢价（小盘成长和小盘价值均值）高出67个百分位数，创下14年2月以来的新高，大盘股和小盘股的性价比相差悬殊。

图5：大小盘风格风险溢价差距创14年2月以来的新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券

12月第1周，流动性溢价上升至77%分位，流动性环境持续紧张。市场对未来流动性进一步收紧的预期依然偏低（22%分位）。期限价差下降至3%分位，利率曲线极平，长端相对于短端性价比很低；信用溢价下降至20%分位。

债券的交易拥挤度继续回升，利率债的短期交易拥挤度维持在 56%分位，信用债的短期交易拥挤度上升至 50%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至 41%分位。

商品

能源品：12 月第 1 周，布油下降 1.14%至 79.56 美元/桶。原油的交易拥挤度下降至 23%分位。美国石油总储备上升 0.20%，战略储备上升 0.09%。

基本金属：12 月第 1 周，金属价格涨跌互现。铜价上涨 2.33%，沪铝下跌 1.23%，沪镍上涨 0.25%。

贵金属：伦敦金现货价格上涨 3.5%。COMEX 黄金的非商业多头持仓拥挤度上升至 52%分位。现货黄金 ETF 周均持仓量下降 0.40%，**黄金的短期交易拥挤度上升至 69%分位**，目前虽然超买但并不极端。我们在今年 3 月 22 日的报告《**黄金的超长周期——黄金定价系列报告 二**》中曾经强调央行的黄金储备变化可能也是金价的重要定价因素，实际利率对金价的解释力可能被高估了。按照我们的模型预测，当下的黄金价格还有上行的空间。

汇率

12 月第 1 周，美元指数下降 0.23%，收于 103.20。在岸美元流动性溢价上升至 48%分位，离岸美元流动性溢价维持在 70%分位，美国在岸的流动性环境相对中性。

离岸人民币汇率下降至 7.14，中美实际利差的历史分位数仍低于中性，从赔率上看，人民币目前吸引力并不突出，但从胜率来说，目前到明年年中，人民币或处在偏强通道内。（详见《人民币升值的五个问题》，2023 年 12 月 2 日）

海外

12 月第 1 周，CME 的美联储观察显示加息预期已经提前到明年 3 月（3 月 FOMC 降息 25bps 的概率超过五成）。10Y 美债名义利率下降 25bps 至 4.22%，10Y 美债实际利率下降 21bps 至 2.00%，10 年期盈亏平衡通胀预期下降至 2.22%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度缩小至 34bps。

12 月第 1 周，美股三大指数上涨。道琼斯、标普 500 和纳斯达克分别上升 2.42%、0.77%和 0.38%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别上升至 38%、18%和 23%分位，当前美股的性价比十分有限。美国投机级和投资级信用溢价均下降至 22%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 |