

宏观

证券研究报告

2024年01月03日

大类资产风险定价周度观察-24年1月第1周

12月第5周各类资产表现：

12月第5周，美股三大指数普遍上涨。Wind全A上涨2.62%，日均成交额上升至7295.33亿元。30个一级行业中有26个实现上涨，电力设备及新能源、食品饮料和有色金属表现相对靠前；房地产、交通运输和煤炭表现靠后。信用债指数上升0.33%，国债指数上涨0.28%。

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

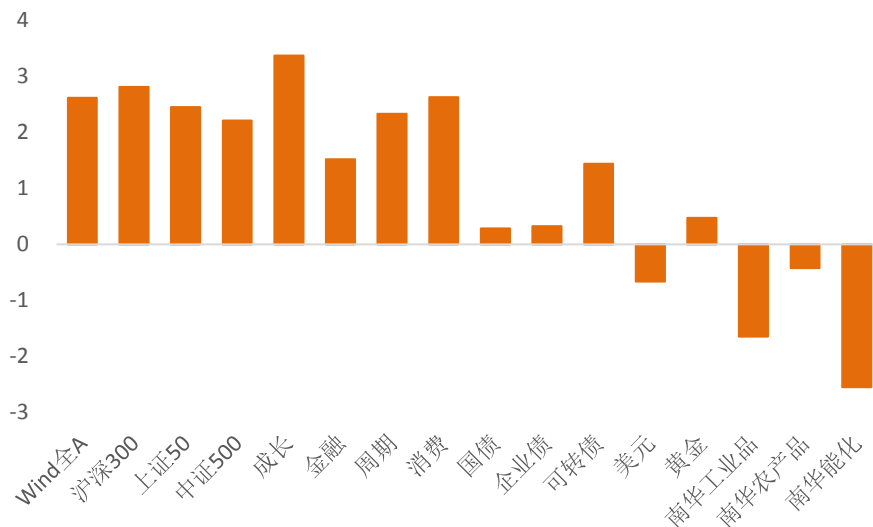
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

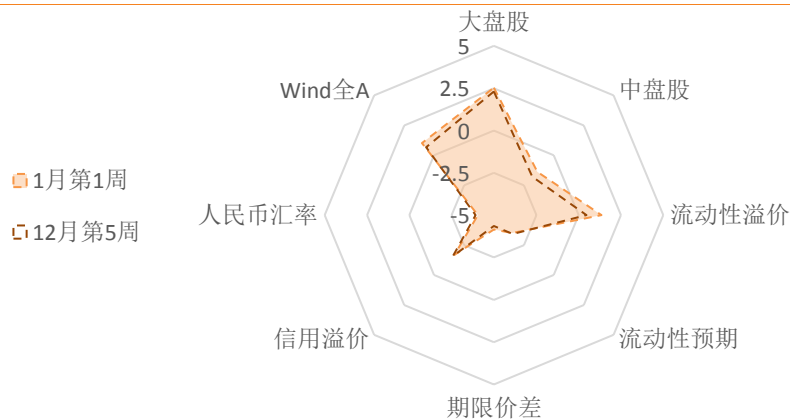
- 《宏观报告：宏观-2024年年初经济怎么看》2024-01-02
- 《宏观报告：宏观-无力的脱钩》2023-12-26
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第5周》2023-12-25

图 1：12 月第 5 周各类资产收益率(%)



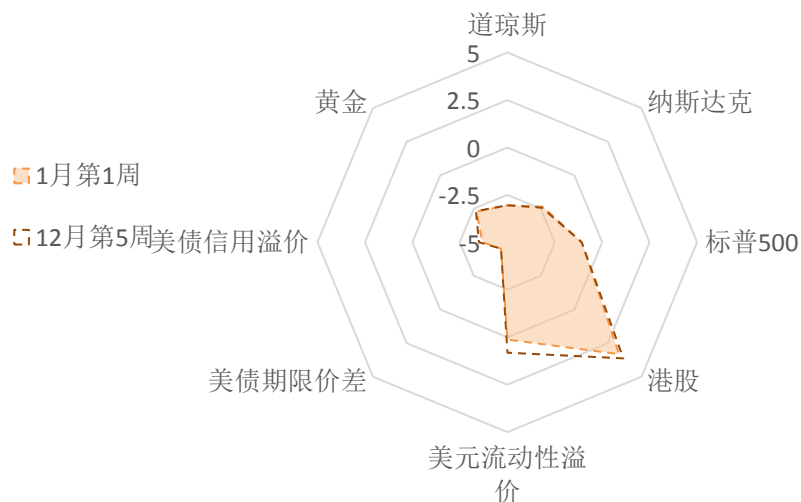
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 1 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 3：1 月第 1 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。

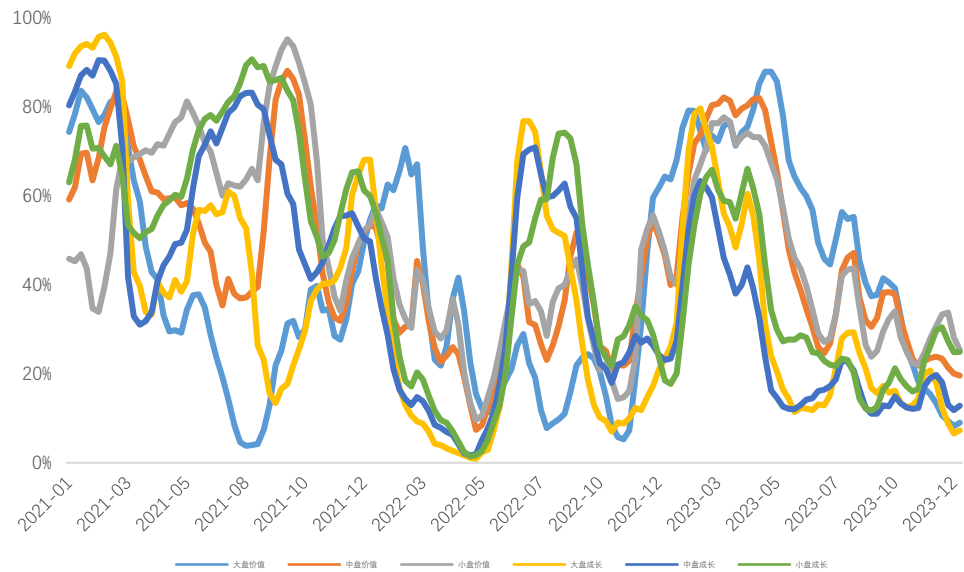
权益

12月第5周，Wind全A的风险溢价处在略高于【中性】水平位置（中位数上0.32倍标准差，60%分位）。沪深300、上证50和中盘股（中证500）的风险溢价小幅上升至79%、75%和36%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为65%、30%、60%、61%分位。

12月第5周，所有风格的交易拥挤度都在继续寻底。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9%、7%、20%、13%、25%、25%历史分位。

12月第5周，30个一级行业的平均拥挤度下降至31%分位。当前拥挤度最高的为煤炭、综合和传媒。房地产、建材和消费者服务的拥挤度最低。

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

债券

12月第5周，流动性溢价上升至63%分位，流动性环境维持偏紧。市场对未来流动性进一步收紧的预期依然偏低（15%分位）。期限价差上升至8%分位，利率曲线扁平，长端相对于短端性价比低；信用溢价下降至33%分位。

债券的交易拥挤度开始回升，利率债的短期交易拥挤度上升至66%分位，信用债的短期交易拥挤度上升至47%分位。可转债的短期交易拥挤度下降至22%分位。

商品

能源品：12月第5周，布油下跌2.58%至77.08美元/桶。原油的交易拥挤度下降至16%分位，交易层面上性价比显现。美国石油总储备下降1.05%，战略储备上升0.22%。

基本金属：12月第5周，金属价格涨跌互现。铜价下降0.13%，沪铝上升2.07%，沪镍下跌4.59%。

贵金属：伦敦金现货价格上升0.47%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度维持在64%分位。现货黄金ETF周均持仓量上升0.17%，黄金的短期交易拥挤度下降至75%分位。

汇率

12 月第 5 周，美元指数下降 0.32%，收于 101.38。在岸美元流动性溢价下降至 42%分位，离岸美元流动性溢价下降至 61%分位，美国在岸的流动性环境较宽松。

离岸人民币汇率下降至 7.09，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 5 周，10Y 美债名义利率下跌 2bps 至 3.88%，10Y 美债实际利率上升 1bps 至 1.72%，10 年期盈亏平衡通胀预期下跌至 2.16%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度缩小至 35bps。截止 23 年的最后一个交易日，CME 的美联储观察依旧显示市场预期 3 月 FOMC 降息概率超过八成，且 24 年全年将降息六次。而周内美债利率开始反弹，鉴于美国制造业周期开始回暖，我们认为薪资增速的后续降幅可能不及预期，通胀的下行可能也不及市场预期那般顺利。因此**当前较快、幅度较大的降息预期需要调整，美债利率可能阶段性有所反弹。**（详见《过激的降息预期需要调整》，2023 年 12 月 13 日）

12 月第 5 周，美股三大指数普遍上涨。道琼斯、标普 500 和纳斯达克分别上升 0.81%、0.32%和 0.12%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别维持在 39%、19%和 26%分位，当前美股的性价比十分有限。美国投机级信用溢价下降至 8%，投资级信用溢价下降至 18%分位，信用环境非常宽松。

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 |