

宏观

证券研究报告

2024年01月30日

大类资产风险定价周度观察-24年1月第5周

1月第4周各类资产表现:

1月第4周(1月22日-28日,下同),美股三大指数涨跌互现。Wind全A上涨0.52%,日均成交上涨至8076亿元。30个一级行业中大部分实现上涨,综合金融、房地产和石油石化相对靠前;电子、医药和电力设备及新能源表现靠后。信用债指数上升0.21%,国债指数上涨0.29%。

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

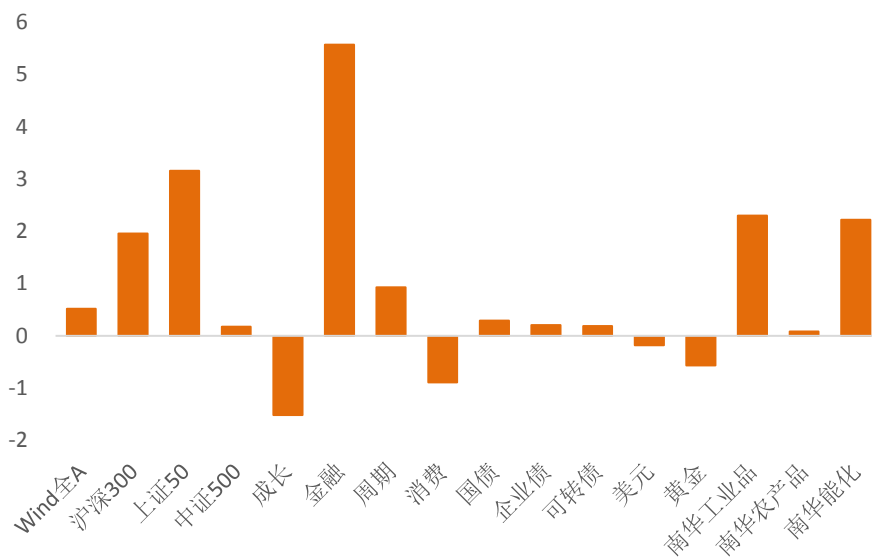
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号:S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

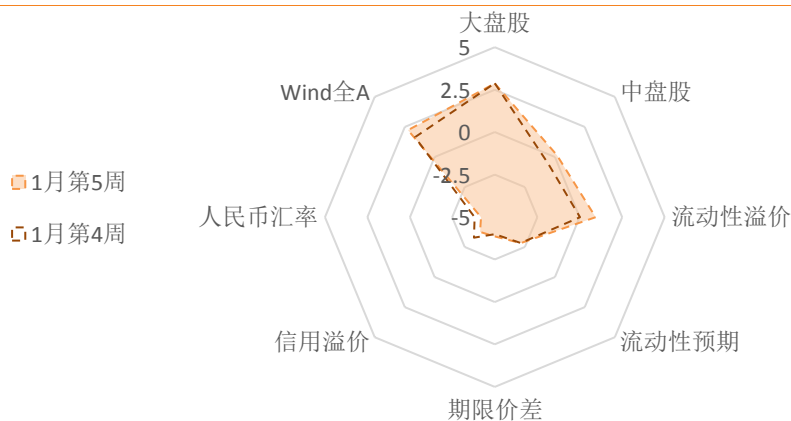
- 《宏观报告:美股2024展望-业绩、估值双扩张?》2024-01-28
- 《宏观报告:宏观-二十年的两波出海潮》2024-01-27
- 《宏观报告:权益赔率偏高,但胜率中性偏低——24年1-3月资产配置报告》2024-01-26

图 1：1 月第 4 周各类资产收益率(%)



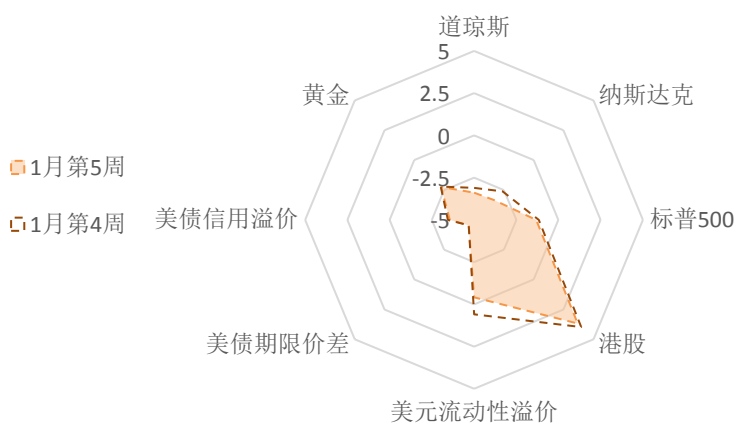
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：1 月第 5 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 5 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。

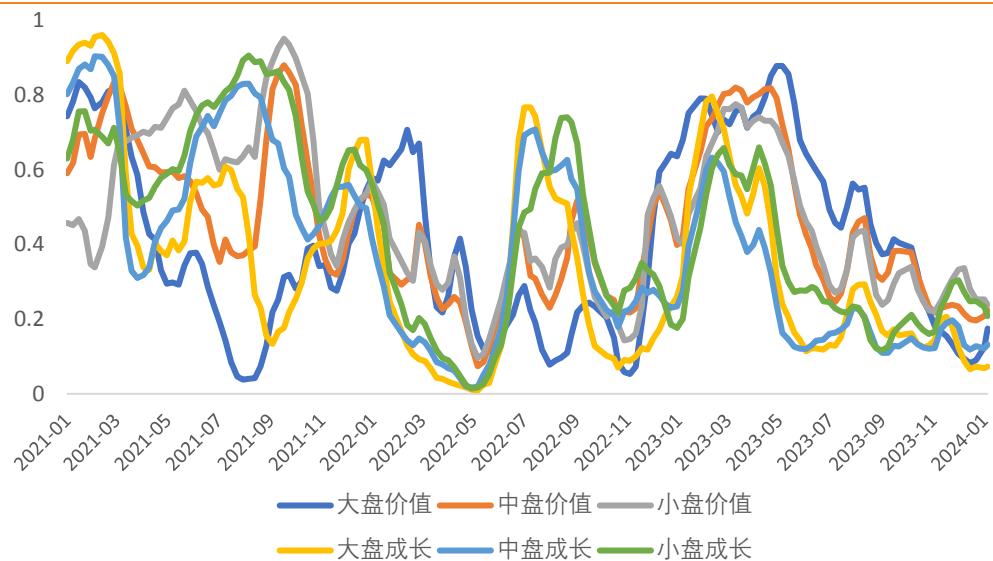
权益

1月第4周，Wind全A的风险溢价处在【中性偏高】水平位置（中位数上0.74倍标准差，72%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83%、78%和51%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为67%、43%、73%、77%分位。

1月第4周，除大盘价值以外，其他风格指数的交易拥挤度仍在磨底的阶段。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28%、6%、25%、9%、24%、12%历史分位，交易拥挤度广谱处在低位，交易上性价比有吸引力。

1月第4周，30个一级行业的平均拥挤度为14%分位。当前拥挤度最高的为煤炭、综合和电力及公用事业。房地产、计算机和食品饮料的拥挤度最低。

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

EPFR数据称，中国股票基金当周吸引119亿美元资金流入，成为2015年7月以来最大的单周流入。1月22日至1月26日的五个交易日内，北向资金重启净流入态势，一周合计净流入121.02亿元，全球资金流向对A股的流动性的支撑或开始变强。

债券

1月第4周，流动性溢价上升至59%分位，流动性环境重新回到【中性偏紧】水平。市场对未来流动性进一步收紧的预期保持在21%分位，从历史区间来看对宽松的定价仍较积极。期限价差上升至11%分位，利率曲线平坦，长端相对于短端性价比不高；信用溢价下降至12%分位，信用下沉策略的性价比有限。

债券的交易拥挤度处在相对高位，利率债的短期交易拥挤度下降至84%分位，交易维度上盈亏低。信用债的短期交易拥挤度上升至78%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至32%分位。

商品

能源品：1月第4周，布油上升至83.02美元/桶。原油的交易拥挤度上升至23%分位。美国石油总储备下降1.32%，战略储备上升0.26%。

基本金属：1月第4周，金属价格普遍上涨。铜价上涨1.83%，沪铝上涨2.70%，沪镍上涨3.01%。

贵金属：伦敦金现货价格下跌0.56%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度上升至

58%分位。现货黄金 ETF 周均持仓量下降 0.66%，黄金的短期交易拥挤度下降至 71%分位。

汇率

1 月第 4 周，美元指数收于 103.47。在岸美元流动性溢价下降至 33%分位，离岸美元流动性溢价下降至 58%分位，美国在岸的流动性环境维持在【宽松】区间内。

离岸人民币汇率下降至 7.17，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。

海外

CME 的美联储观察显示 3 月降息的概率达 48.4%，市场的宽松预期修正较快。1 月第 4 周，10Y 美债名义利率上升至 4.15%，10Y 美债实际利率上涨 4bps 至 1.85%，10 年期盈亏平衡通胀预期上升至 2.3%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度缩小至 19bps。

1 月第 4 周，美股三大指数普遍上涨。道琼斯、标普 500 和纳斯达克分别上涨 0.65%、1.06%和 0.94%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别下降至 36%、16%和 16%分位，当前美股的性价比有限。美国投机级信用溢价仅达 12%，投资级信用溢价下降至 16%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 |