

宏观

证券研究报告

2024年02月19日

大类资产风险定价周度观察-24年2月第4周

2月第3周各类资产表现:

海外2月第3周(2月12日-2月16日),美股三大指数普遍下跌。国内2月第2周(2月5日-2月8日)Wind全A上涨5.72%,日均成交上涨至9697亿元。30个一级行业大部分上涨;综合金融、纺织服装和综合表现靠后。信用债指数上升0.11%,国债指数下跌0.01%。

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

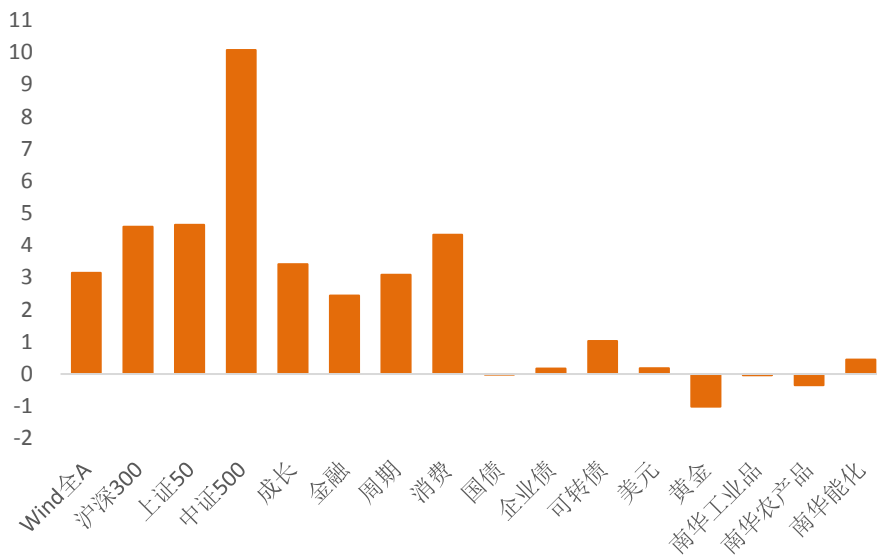
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

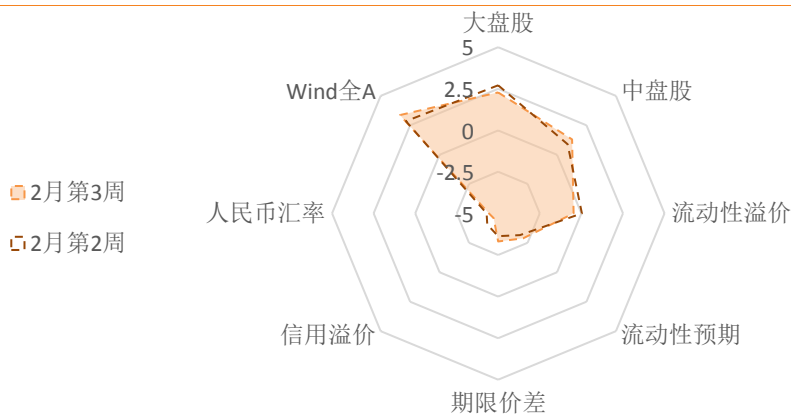
- 《宏观报告: 宏观-降息的艺术》2024-02-16
- 《宏观报告: 货币政策的两条主线——四季度货政报告解读》2024-02-09
- 《宏观报告: 不同时间尺度的矛盾-不同时间尺度的矛盾》2024-02-08

图 1：2 月第 2 周各类资产收益率(%)



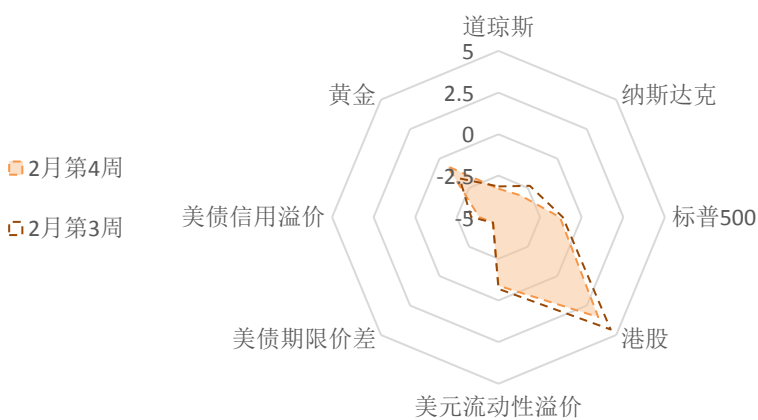
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 月第 3 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 3：2 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。

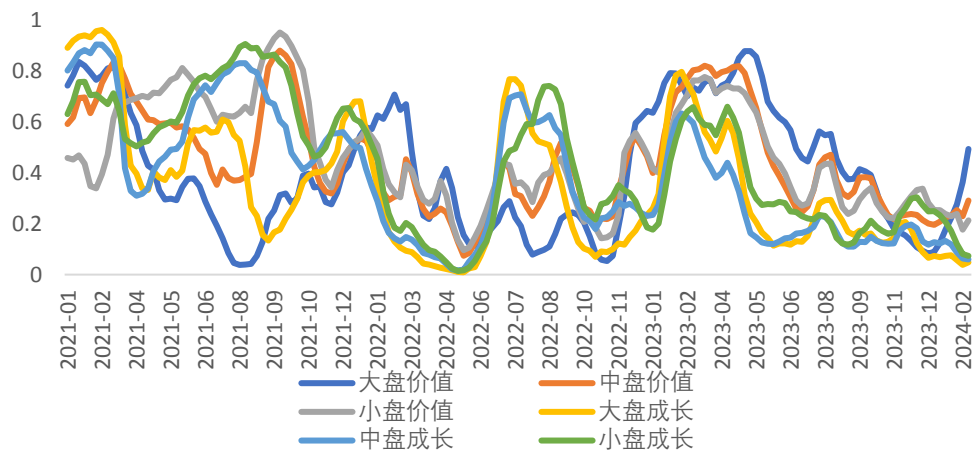
权益

2月第2周，Wind全A的风险溢价处在【偏高】水平位置（中位数上1.16倍标准差，84%分位）。沪深300、上证50的风险溢价小幅下降至81%和73%分位，中盘股（中证500）的风险溢价上升至63%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为53%、49%、85%、86%分位。

2月第2周，除大盘价值以外，其他风格指数的交易拥挤度仍处在较低位置，价值板块拥挤度都有不同程度的回升。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49%、5%、29%、6%、21%、7%历史分位，成长板块交易拥挤度处在历史低位，交易上性价比有吸引力。

2月第2周，30个一级行业的平均拥挤度为19%分位。当前拥挤度最高的为煤炭、银行和石油石化。国防军工、房地产和计算机的拥挤度最低。

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

2月第2周，流动性溢价下降至45%分位，流动性环境保持【中性】水平。市场对未来流动性进一步收紧的预期升至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17%分位，利率曲线平坦，长端相对于短端性价比前期有所提升；信用溢价下降至4%分位，信用下沉策略的性价比非常有限。

债券的交易拥挤度小幅回落但仍处在相应高位，利率债的短期交易拥挤度下降至83%分位，交易维度上盈亏仍然很低。信用债的短期交易拥挤度下降至76%分位。可转债的短期交易拥挤度下降至19%分位。

商品

能源品：2月第3周，布油上升至83.58美元/桶。原油的交易拥挤度上升至28%分位。美国石油总储备下降0.24%，战略储备上升0.17%。

基本金属：2月第2周，金属价格涨跌互现。铜价下跌1.26%，沪铝上涨0.08%，沪镍下跌0.32%。

贵金属：伦敦金现货价格下跌0.55%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度下跌至29%分位。现货黄金ETF周均持仓量上升至24%分位，黄金的短期交易拥挤度下降至63%分位。

汇率

2月第3周，美元指数收于104.28。在岸美元流动性溢价下降至25%分位，离岸美元流动性溢价下降至57%分位，美国在岸的流动性环境维持在【宽松】区间内。

离岸人民币汇率保持7.19，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月降息的概率回落至12%，首次降息预期推迟至6月，市场的宽松预期修正较快。2月第3周，10Y美债名义利率上升至4.3%，10Y美债实际利率上升至1.97%，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扩大至34bps。

2月第3周，美股三大指数普遍下跌。道琼斯、标普500和纳斯达克分别下跌0.11%、0.48%和0.82%。标普500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别下降至37%、17%和19%分位，当前美股的性价比有限。美国投机级信用溢价处在9%的低位，投资级信用溢价下降至14%分位，美国信用环境维持宽松。

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