

# 宏观

证券研究报告

2024年03月26日

## 大类资产风险定价周度观察-24年3月第4周

3月第3周(3月18日-3月22日), 美股三大指数普遍上涨, Wind全A小幅震荡, 日均成交小幅上涨至10823亿元。30个一级行业中, 传媒、农林牧渔和煤炭涨幅领跑, 医药、电力设备及新能源和非银行金融表现靠后。信用债指数上涨0.12%, 国债指数上涨0.17%。

**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

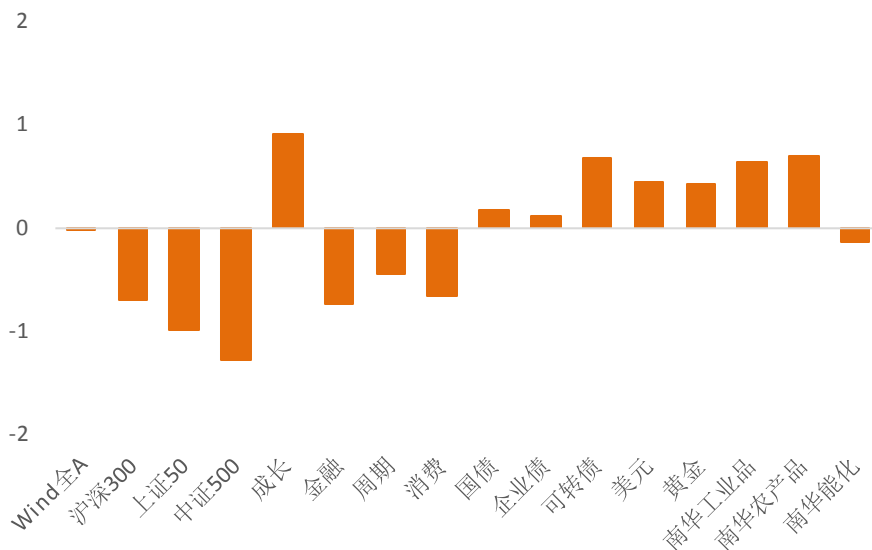
**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

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

### 相关报告

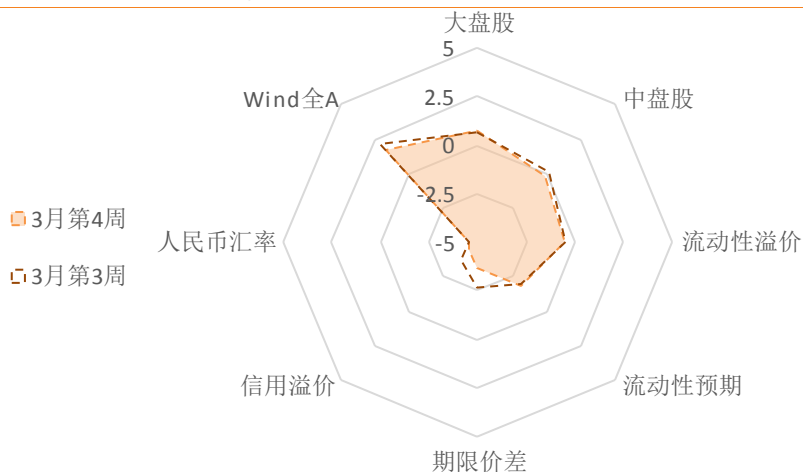
- 《宏观报告: 宏观-2.5%能耗强度下降目标会带来什么影响?》2024-03-22
- 《宏观报告: 宏观报告-“平衡”的联储, “矛盾”的尺度》2024-03-21
- 《宏观报告: 宏观报告-写在日本负利率时代结束之际》2024-03-20

图 1：3 月第 3 周各类资产收益率(%)



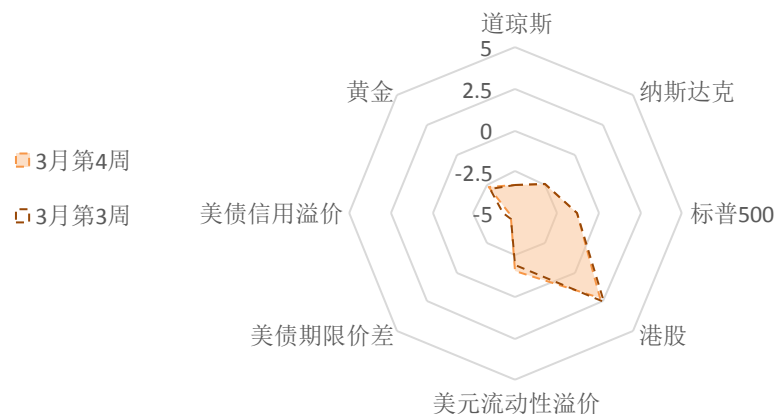
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3 月第 4 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 3：3 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

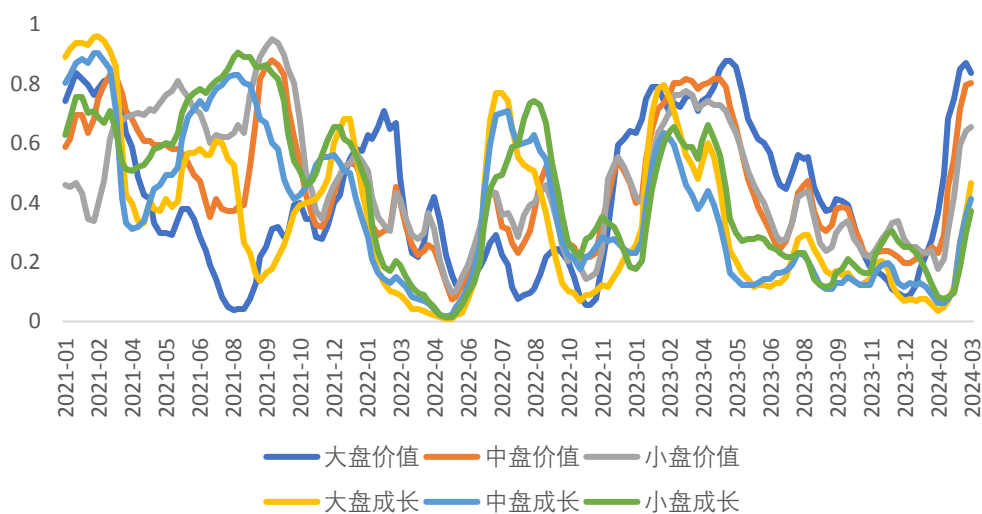
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；  
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；  
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

## 权益

3月第3周，Wind全A的风险溢价处在【偏高】水平位置（中位数上0.53倍标准差，67%分位）。沪深300风险溢价小幅下降至66%分位，上证50和中盘股（中证500）的风险溢价保持57%和49%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为45%、35%、74%、78%分位。

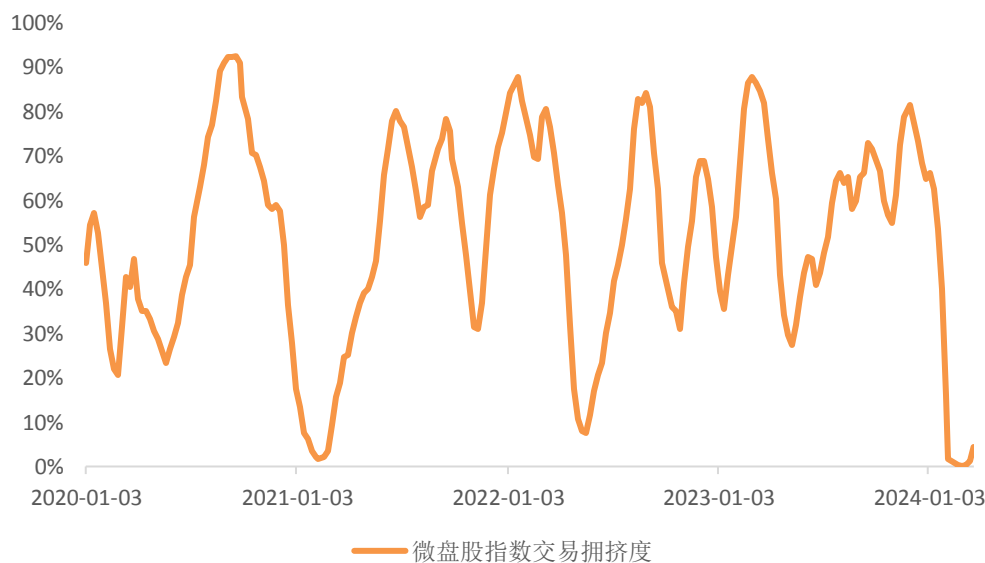
3月第3周，价值风格交易拥挤度开始高位走平，再拥挤的过程可能告一段落。成长风格交易拥挤度还在相对低位快速回升，交易上性价比吸引力更强。大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长的拥挤度分别为84%、47%、80%、41%、65%、37%历史分位。Wind微盘股指数的交易拥挤度从历史最低点逐渐小幅回升，中证红利指数的拥挤度开始从高位小幅回落，需要警惕拥挤瓦解的风险。

图4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



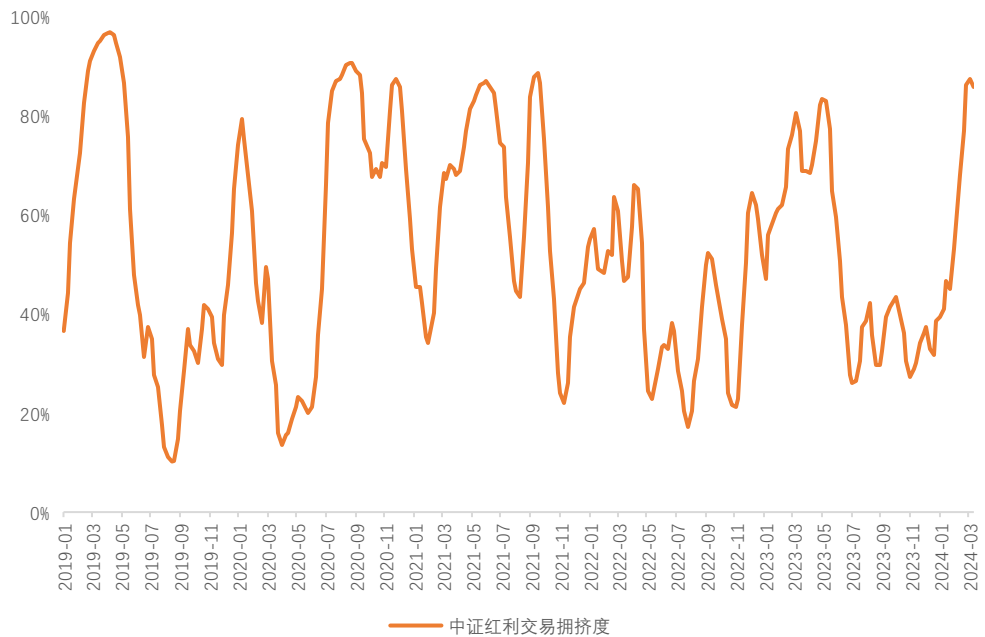
资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：微盘股指数交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：中证红利交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3月第3周，30个一级行业的平均拥挤度上升至42%分位。当前拥挤度最高的为煤炭、银行和石油石化。医药、综合和房地产的拥挤度最低。

## 债券

3月第3周，流动性溢价维持在45%分位，流动性环境处在【中性偏松】区间内。市场对未来流动性进一步收紧的预期升至32%分位，从历史区间来看对宽松的定价仍较积极。期限价差维持在14%分位，长端相对于短端性价比较前期有所提升，但仍较为有限；信用溢价下降至6%分位，信用下沉策略的性价比非常有限。

**债券的交易拥挤度仍未充分瓦解**，利率债的短期交易拥挤度下降至83%分位，交易维度上盈亏低。信用债的短期交易拥挤度下降至70%分位。可转债的短期交易拥挤度上升至71%分位。

## 商品

**能源品**：3月第3周，布油下降至84.94美元/桶。原油的交易拥挤度上升至55%分位。美国石油总储备下降539.9万桶，战略储备继续回补。

**基本金属**：3月第3周，有色价格涨跌互现。铜价下跌1.15%，沪铝上涨0.96%，沪镍下跌4.22%。

**贵金属**：伦敦金现货价格上涨0.44%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度下跌至67%分位。3月第3周，现货黄金ETF的仓位开始见底回升，机构投资者的仓位仍处在相应低位，非投资机构购金需求（主要是央行）是金价上涨的主要驱动（详见《2024 金价还能不能再创新高？》，2024年2月29日），待后续金融属性边际改善，机构投资者由空转多，我们认为，黄金的价格仍有上行空间。**黄金的短期交易拥挤度上升至87%分位。**

## 汇率

3月第3周，美元指数收于104.43。在岸美元流动性溢价上升至30%分位，离岸美元流动性溢价保持39%分位，美元流动性环境维持在【宽松】区间内。

离岸人民币汇率上升至 7.28，突破箱底震荡区间。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。

短期人民币快速贬值的直接原因是今年以来监管持续将在岸人民币维持在 7.2 以下，限制贬值。而在岸汇率年内首次突破 7.2，贬值压力才开始兑现。

宏观角度来说，今年以来的内外环境带来的贬值压力有所加大。国内地产主导的信用扩张过程在地产销售疲软的情况下无法启动，利率水平在宏观压力下持续下行，且目前并没有看到利率趋势反转的驱动。海外，美国通胀和经济韧性带来市场降息预期调整，美债利率反弹和美元指数走强，非美央行的货币政策偏鸽进一步强化美元。内外的差异体现在中美利差上是再度下行，指向人民币的贬值压力。

我们认为，人民币上方贬值空间取决于后续监管层面如何操作。从点位来看，如果 7.2 放松，下一个监管干预的位置可能是 7.3，即去年三季度时的状态。从时间角度猜测，可能是重要会议结束后，维稳诉求放松，下一个窗口期可能是 4 月政治局会议。

综合来说，离岸人民币汇率的月度区间从 7.15-7.25 调整至 7.15-7.3。相较之前，贬值压力判断不变，主要是监管压制力量减弱后，贬值空间略微打开。

## 海外

CME 的美联储观察显示，6 月降息的概率上升至 69.3%，全年降息次数预期上升至 3.3 次。3 月第 3 周，10Y 美债名义利率下降至 4.2%，10Y 美债实际利率下跌至 1.87%，10 年期盈亏平衡通胀预期上升至 2.4%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度收缩至 37bps。

3 月第 2 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 1.97%、2.29%和 2.85%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别保持稳定，分别位于 37%、17%和 25%分位，财报公布之后随着业绩的改善美股的赔率有所修复。美国投机级信用溢价处在 3.2%的低位，投资级信用溢价下降至 5%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