

# 宏观

证券研究报告

2024年05月09日

## 大类资产风险定价周度观察-24年5月第1周

4月第5周(4月29日-4月30日),美股三大指数全部上涨, Wind全A窄幅震荡,日均成交小幅上升至11250亿元。30个一级行业中,房地产、计算机以及通信涨幅领跑,农林牧渔和煤炭表现靠后。信用债指数上涨0.26%,国债指数下跌0.07%。

**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

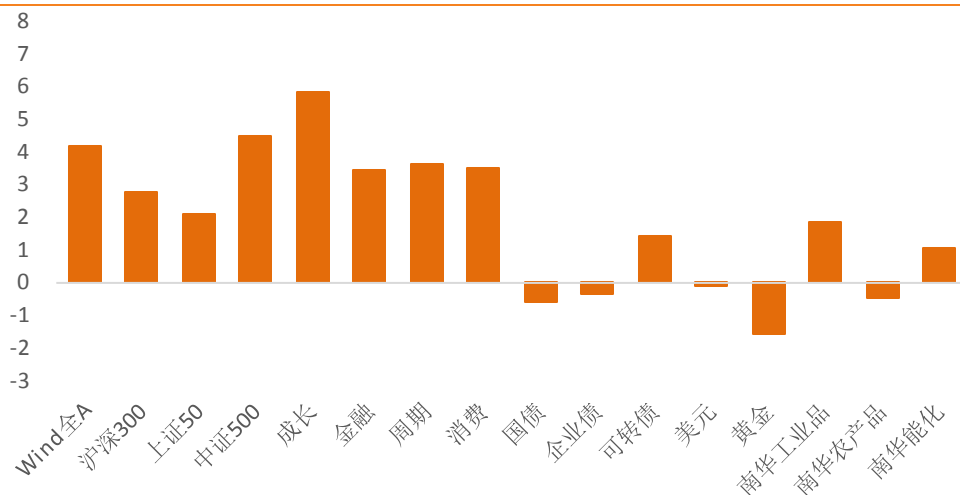
**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

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

### 相关报告

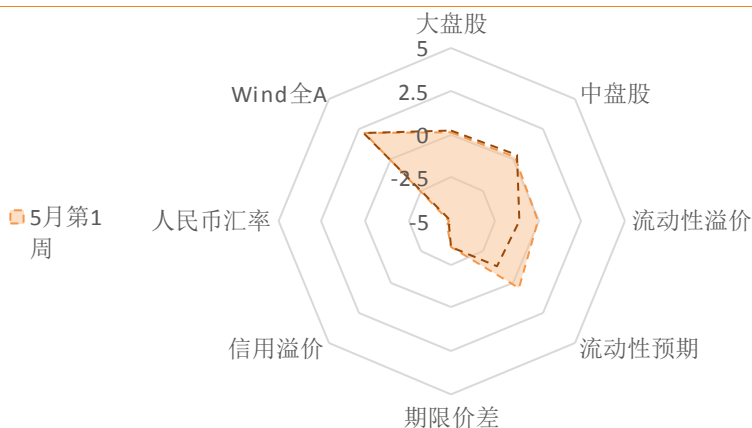
- 《宏观报告: 宏观-疫后的居民消费特征》2024-05-05
- 《宏观报告: 宏观报告-美联储脱虚向实》2024-05-03
- 《宏观报告: 改革是最重要的增量信息-4月政治局会议解读》2024-05-01

图 1：4 月第 4 周各类资产收益率(%)



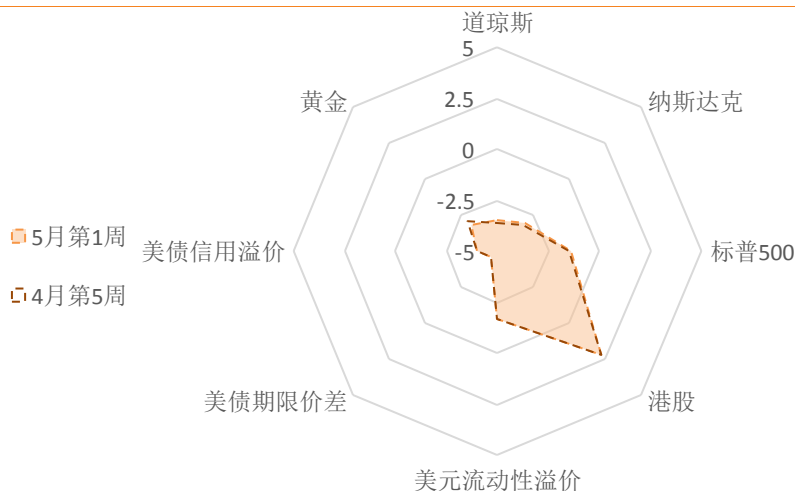
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5 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 3：5 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

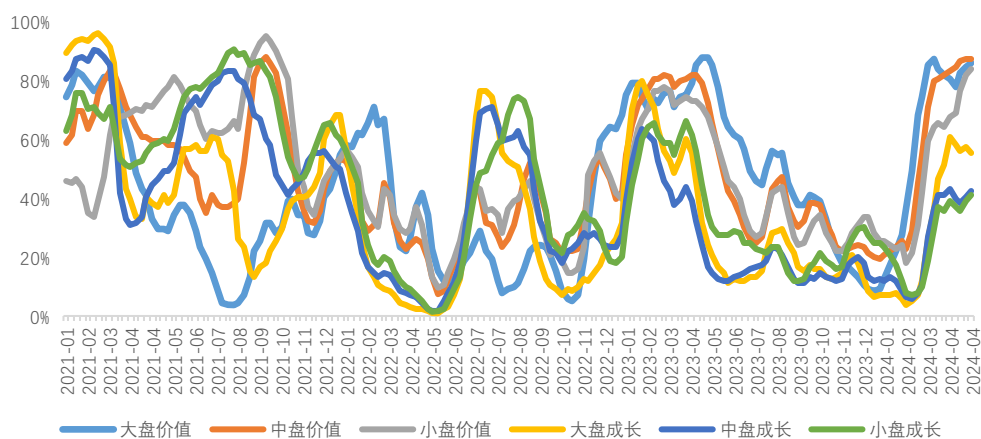
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；  
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；  
流动性预期为市场对于远期松紧程度的预期。

## 权益

4 月第 5 周，Wind 全 A 的风险溢价处在【中性略偏高】水平位置（中位数上 0.71 倍标准差，71%分位）。沪深 300 和中盘股（中证 500）风险溢价小幅下跌至 64%分位和 52%分位，上证 50 的风险溢价小幅下降至 51%。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 42%、34%、81%、88%分位。

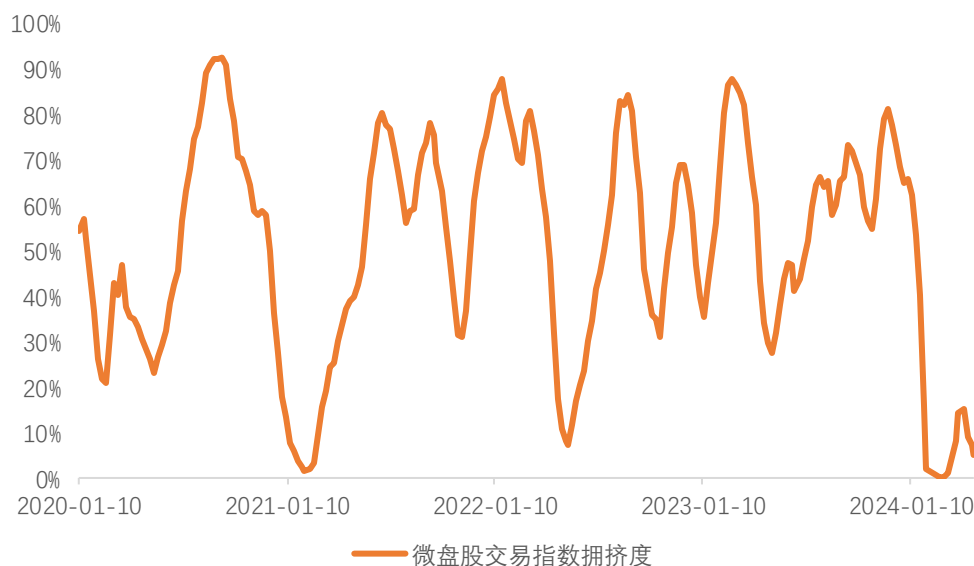
4 月第 5 周，价值风格交易拥挤度整体处在高位，成长风格交易拥挤度回升的势头继续放缓。成长交易上性价比吸引力仍相对强与价值。大盘价值、大盘成长、中盘价值、中盘成长、小盘价值、小盘成长的拥挤度分别为 86%、56%、87%、42%、84%、41%历史分位。Wind 微盘股指数的交易拥挤度继续掉头向下，中证红利指数的拥挤度高位震荡，交易上盈亏比不高。

图 4：风格指数交易拥挤度（百分位数）



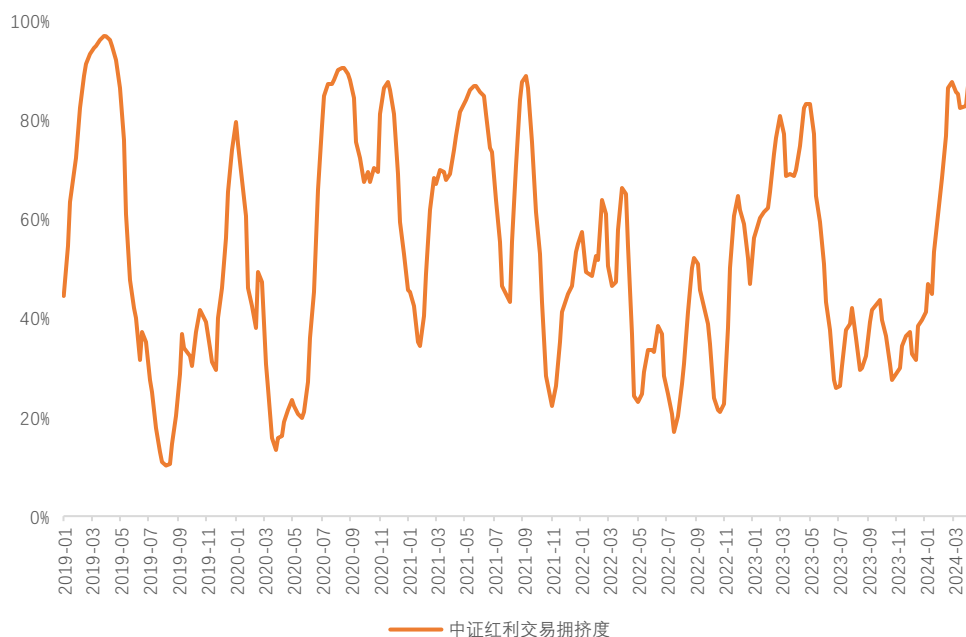
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

4月第5周，30个一级行业的平均拥挤度维持在47%分位。当前拥挤度最高的为石油石化、银行和有色金属；医药、综合和房地产的拥挤度最低。

**4月下旬开始，港股在资金面改善的催化下开始反弹。**首先是南向资金超过一个月的持续净流入，其次境外一些长线投资的基金持续在买入中国公司的股票。在亚洲货币被大幅抛售的背景下，香港与美元挂钩的货币已被证明是一种弹性来源。日元的无序下跌迫使一些资金转移回中国内地和中国香港等价值被低估的市场。

港股的性价比确实比较诱人。以国内债券收益率为基准的港股风险溢价处在90%以上的历史高位，估值便宜。而从外资的角度来看，美债利率反弹导致股债性价比进一步恶化。以美债为基准，港股风险溢价目前处在中性水平，但也高于美股主要指数（标普500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别位于36%、15%和19%分位）。但与此同时，恒生指数的交易拥挤度快速上升，已经创下过去一年来的新高，目前处在89%分位的拥挤区间内（见图7）。4月港股中国企业指数的call-put ratio也已经上升至1.8，创下历史新高（详见图8）。

图 7：恒生指数交易拥挤度（百分位数）

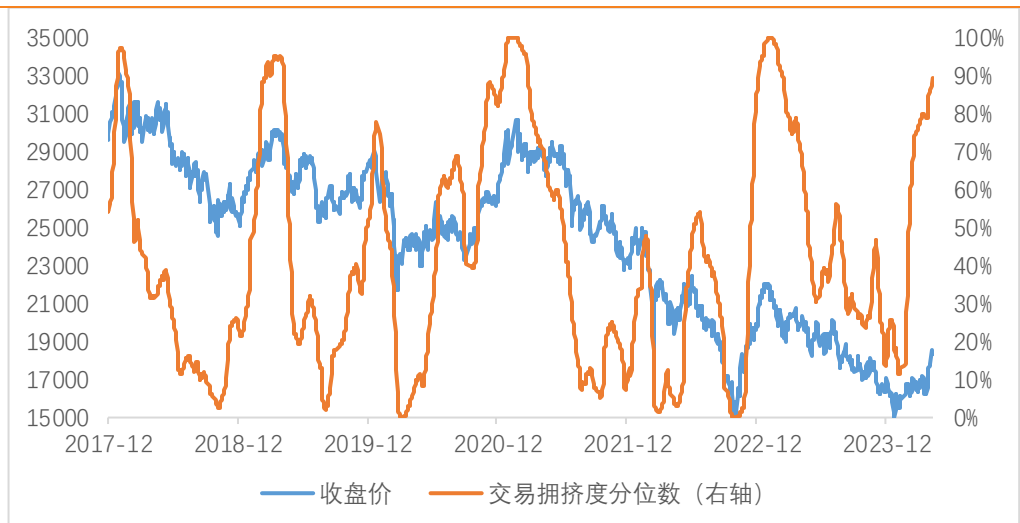
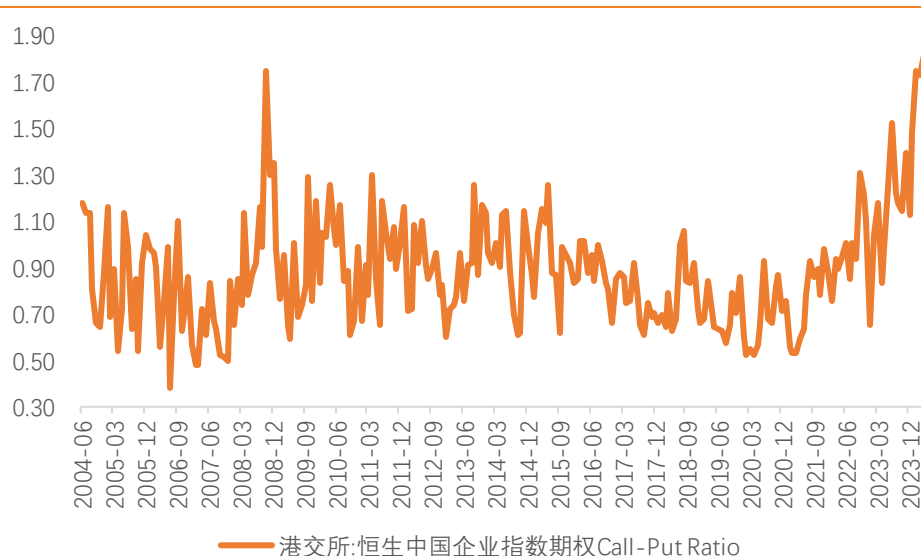


图 8：恒生中国企业指数期权的 Call-Put Ratio



目前来看，对冲基金及共同基金在投资中国的比例上依然很低，中美利差倒挂水平较为严重的背景下，资金持续净流入仍存在阻力。亚洲超高净值客户四月最后两周通过结构性票据逢高卖出的比例也大于逢低买入。外资是否会持续净流入的趋势还待观察，我们认为，近期港股的反弹目前只能定性为技术性的。

## 债券

4月第5周，流动性溢价上升至39%分位，流动性环境处在【较宽松】区间内。市场对未来流动性的预期上升至37%分位，从历史区间来看对宽松的定价较积极。期限价差上升至15%分位，长端相对于短端性价比较为有限；信用溢价上升至3%分位，信用下沉策略的性价比非常有限。

债券的交易拥挤度进一步下降至中性，利率债的短期交易拥挤度上升至61%分位，交易维度上盈亏比中性偏低。信用债的短期交易拥挤度上升至61%分位，已经回归中性。可转债的短期交易拥挤度上升至60%分位。

## 商品

**能源品：**4月第5周，布油下降至82.78美元/桶。原油的交易拥挤度下降至69%分位。美国石油总储备上升845万桶，战略储备小幅上升0.53%。

**基本金属：**4月第5周，有色价格大部分上涨。铜价上涨1.33%，沪铝上涨0.39%，沪锌下跌0.20%。

**贵金属：**伦敦金现货价格下跌1.52%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度变化不大，目前处在71.1%历史分位。4月第5周，现货黄金ETF的仓位基本维持前期水平，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）。**目前二次通胀逐渐从叙事变为现实，通胀预期的回升将有望压制实际利率，机构投资者或由空转多。**我们认为，黄金中期配置价值依旧非常有吸引力。**但黄金的短期交易拥挤度已经保持99%分位，短期交易盈亏比非常有限，需要警惕技术性调整的风险。**

## 汇率

4月第5周，美元指数收于105.08。在岸美元流动性溢价维持在25%分位，离岸美元流动性溢价维持42%分位，美元流动性环境维持在【较宽松】区间内。

离岸人民币汇率保持7.24。中美实际利差的历史分位数仍低于中性，从赔率上看，人民币目前吸引力不强。

## 海外

4月第5周，市场对联储降息的预期继续下修。CME的美联储观察显示，首次降息时间点的预期后延至12月，全年降息次数预期进一步下降至1.4次。4月第5周，10Y美债名义利率下降至4.5%，10Y美债实际利率下降至2.15%，10年期盈亏平衡通胀预期下降至2.35%。美国10年-2年期限利差倒挂幅度配置回升至31bps。

4月第5周，美股三大指数普遍上涨。道琼斯、标普500以及纳斯达克分别上涨1.14%、0.55%、1.43%。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36%、15%和19%分位，财报公布之后随着业绩的改善美股的赔率有望修复。美国投机级信用溢价处在9.3%的低位，投资级信用溢价保持10.7%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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com