

宏观

证券研究报告

2024年06月11日

大类资产风险定价周度观察-24年6月第3周

6月第2周(6月3日-6月7日),美股三大指数普遍上涨, Wind全A窄幅震荡,日均成交小幅上涨至7680亿元。30个一级行业中,电力及公用事业、交通运输涨幅领跑,轻工制造和综合表现靠后。信用债指数上涨0.20%,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

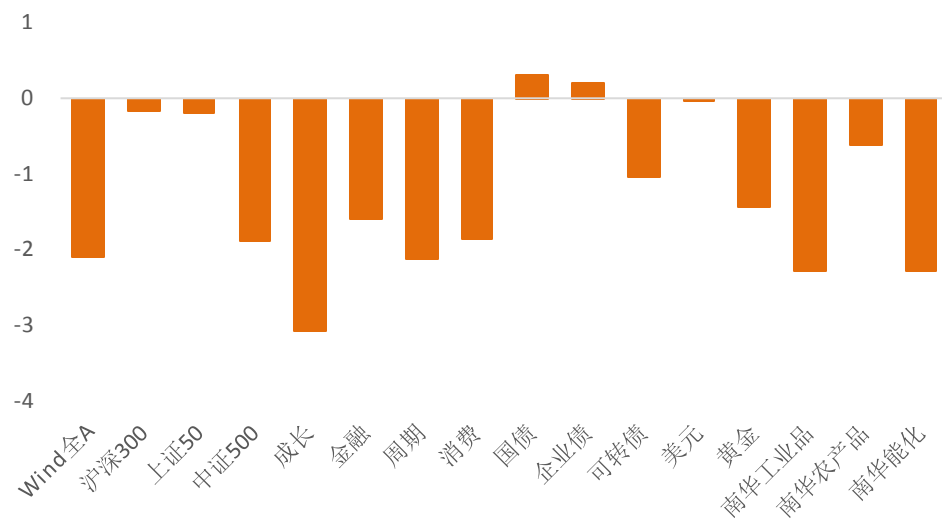
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

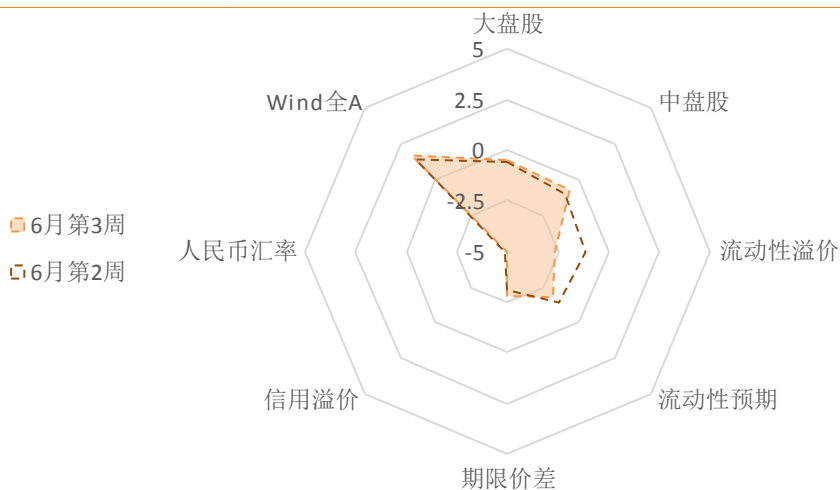
- 《宏观报告: 宏观报告-美国劳动力市场的再平衡》2024-06-10
- 《宏观报告: 宏观报告-美国经济对再通胀的重新适应》2024-06-05
- 《宏观报告: 宏观-节能降碳行动会带来什么影响?》2024-06-03

图 1：6 月第 2 周各类资产收益率(%)



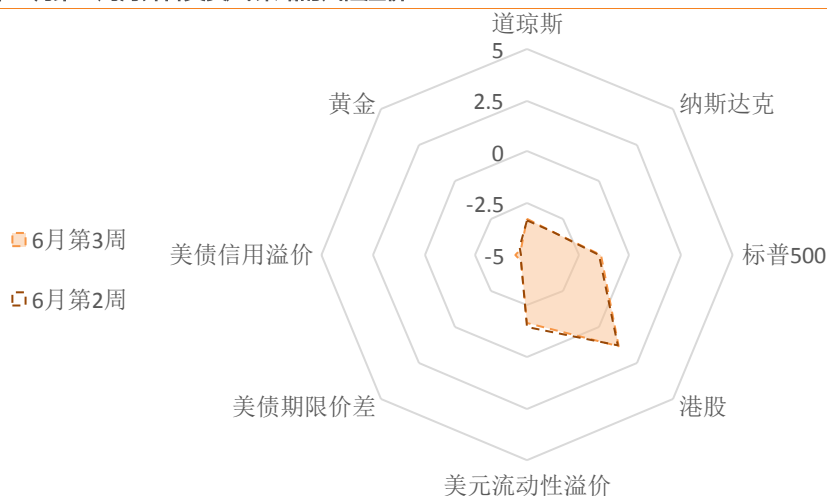
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 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 3：6 月第 3 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

6月第2周，Wind全A的风险溢价处在【中性略偏高】水平位置（中位数上0.53倍标准差，67%分位）。沪深300风险溢价小幅上涨至52%分位、中盘股（中证500）上涨至43%分位，上证50的风险溢价上升至45%。金融、周期、成长、消费的风险溢价为30%、33%、73%、91%分位。（详见图4）

6月第2周，价值和成长风格交易拥挤度都有所回落，成长风格整体性价比吸引力仍略强于价值，需要注意的是价值板块的拥挤度是从较高位置回落，短期内可能会维持拥挤瓦解的趋势（交易拥挤度形态类似去年一季度）。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88%、64%、87%、54%、78%、51%历史分位。（详见图5）。宽基和板块上、沪深300、上证50、金融和周期的交易拥挤度高于中性，Wind全A、中证500和消费相对中性，成长的交易拥挤度偏低（详见图6）。中证红利指数的拥挤度高位震荡，交易上盈亏比依旧不高（详见图7）。

6月第2周，30个一级行业的平均拥挤度（55%分位）小幅下降，目前略高于中性。拥挤度最高的为银行、交通运输和电力及公用事业；消费者服务、传媒和综合的拥挤度最低。（详见图8）

债券

6月第2周，跨月需求过后流动性溢价迅速下降至24%分位，流动性环境处在【较宽松】区间内。市场对未来流动性收紧的预期下降至32%分位，对宽松的积极定价有所收敛。期限价差上升至22%分位，长端相对于短端性价比一般；信用溢价下降至0.6%分位，信用下沉策略的性价比非常有限。

债券的交易拥挤度继续下降，利率债的短期交易拥挤度上升至43.5%分位，交易维度上盈亏比中性略高。信用债的短期交易拥挤度回落至中性附近，位于52%分位，继续向中位数靠近。可转债的短期交易拥挤度下降至71%分位。

商品

能源品：6月第2周，布油先跌后涨，行至在79.47美元/桶。原油库存量上升至165百万桶。美国石油总储备上升1435万桶，战略储备维持稳定，库存变化显示旺季前原有需求减弱。

基本金属：6月第2周，受降息预期扰动，有色价格普遍下跌。铜下跌1.19%，沪铝下跌1.03%，沪镍下跌5.14%。

贵金属：伦敦金现货价格下跌1.44%。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度变化不大，目前处在97%历史分位。6月第2周，现货黄金ETF的仓位上涨至3801.6吨，机构投资者的仓位仍处在相应低位。我们预计三季度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。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下降至90%历史分位，不仅短期交易盈亏比不高，交易拥挤度的瓦解力度也偏大，短期可能维持技术性调整趋势。

汇率

6月第2周，美元指数收于104.93。在岸美元流动性溢价下降至22%分位，离岸美元流动性溢价下降至45%分位，美元流动性环境维持在【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。

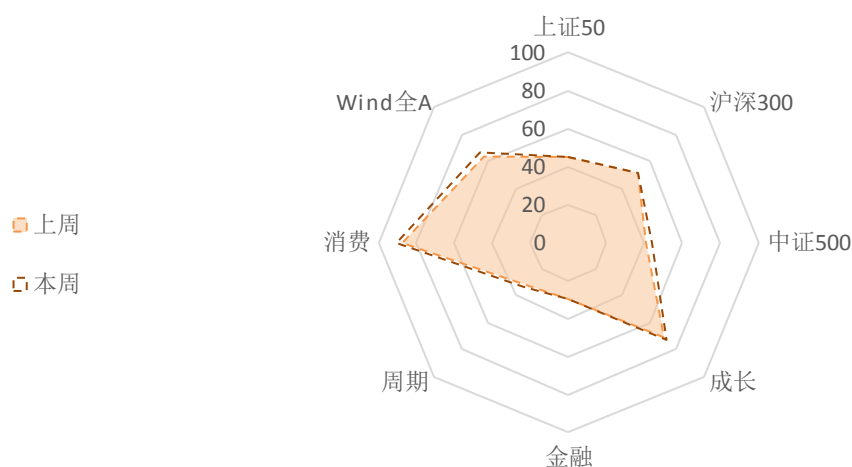
海外

6月第2周，降息预期波动较大，非农就业人数数据大超预期，纠偏了前期的衰退交

易。CME 的美联储观察显示，首次降息时间点的预期为 11 月，全年降息次数预期仍未超过两次。我们认为，美国经济数据走弱是对货币政策隐含收紧的“再适应”，不宜以 4 月数据外推美国经济走势，不宜对降息预期转向乐观（详见《美国经济对再通胀的重新适应》，2024 年 6 月 5 日）。6 月第 2 周，10Y 美债名义利率维持在 4.4%，10Y 美债实际利率维持在 2.1%，10 年期盈亏平衡通胀预期维持在 2.3%。美国 10 年-2 年期限利差倒挂幅度上涨至 44bps。

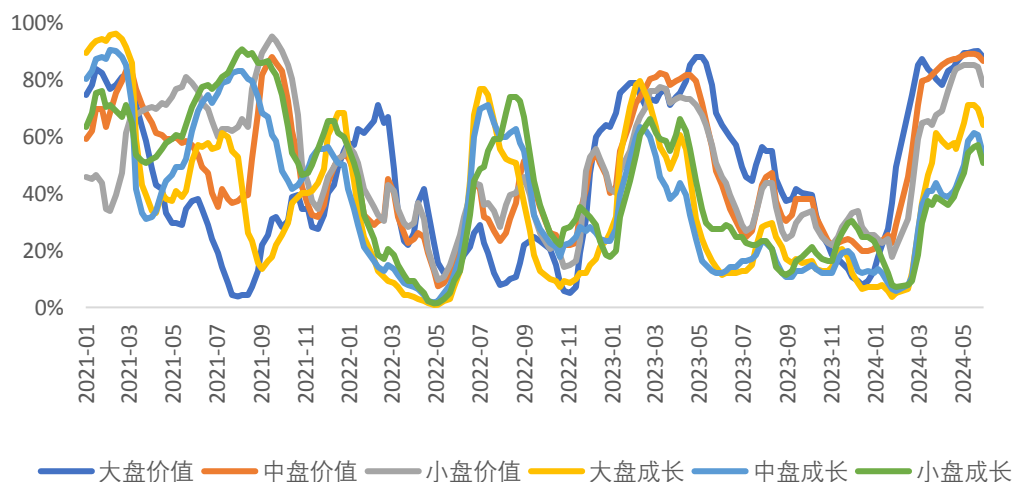
6 月第 2 周，美股三大指数普遍上涨。道琼斯，标普 500 以及纳斯达克分别上涨 0.29%、1.32%、2.38%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价分别保持稳定，分别位于 36%、17%和 16%分位。美国投机级信用溢价处在 5.9%的低位，投资级信用溢价则处在 5.5%分位，美国信用环境维持非常宽松。

图 4：宽基指数与板块指数的风险溢价（百分位数）



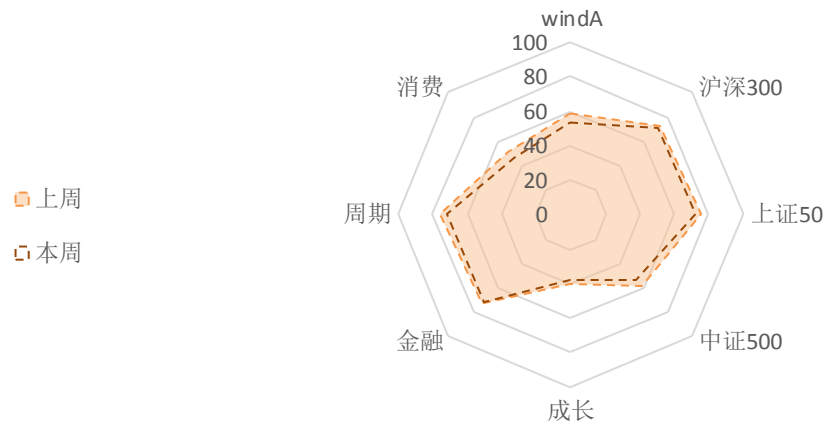
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：风格指数交易拥挤度（百分位数）



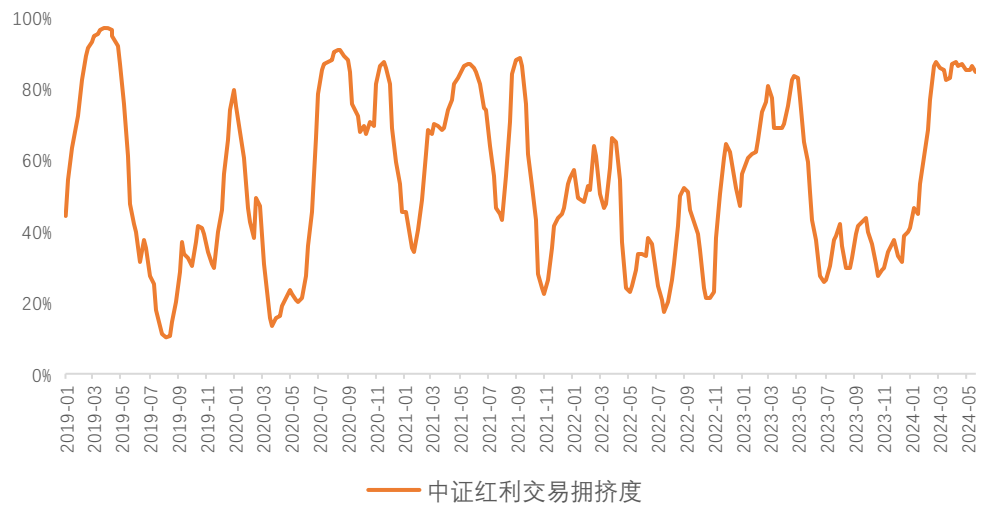
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：宽基指数与板块指数的交易拥挤度（百分位数）



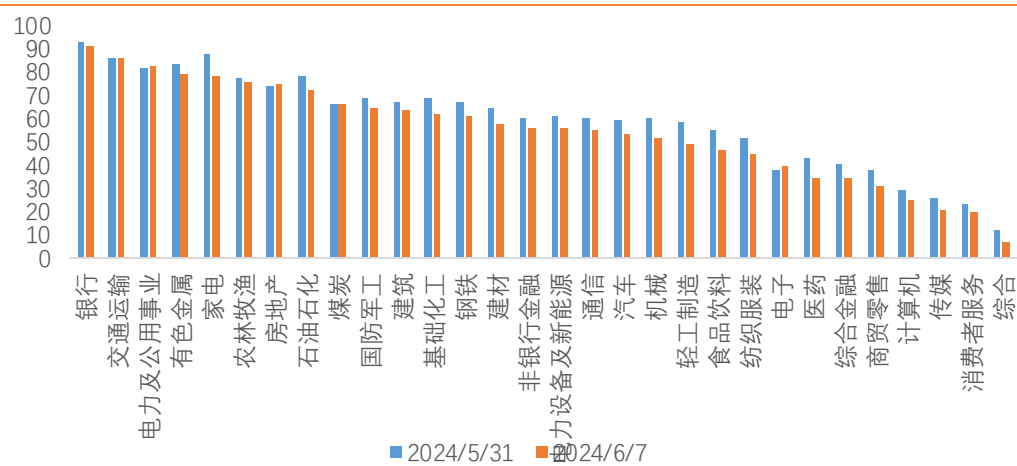
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：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

图 8：一级行业交易拥挤度（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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