

宏观

证券研究报告

2024年07月16日

大类资产风险定价周度观察-24年7月第3周

7月第2周(7月8日-7月12日), 美股三大指数普遍上涨, Wind全A窄幅震荡, 日均成交上涨至6942亿元。30个一级行业中, 电子、汽车和银行涨幅领跑, 农林牧渔、传媒和煤炭表现靠后。信用债指数上涨0.06%, 国债指数上涨0.11%。

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

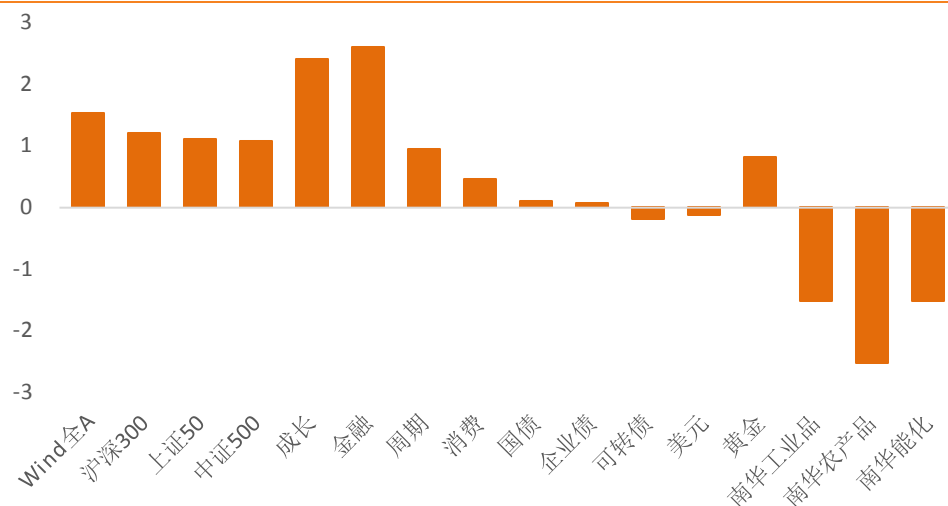
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

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

相关报告

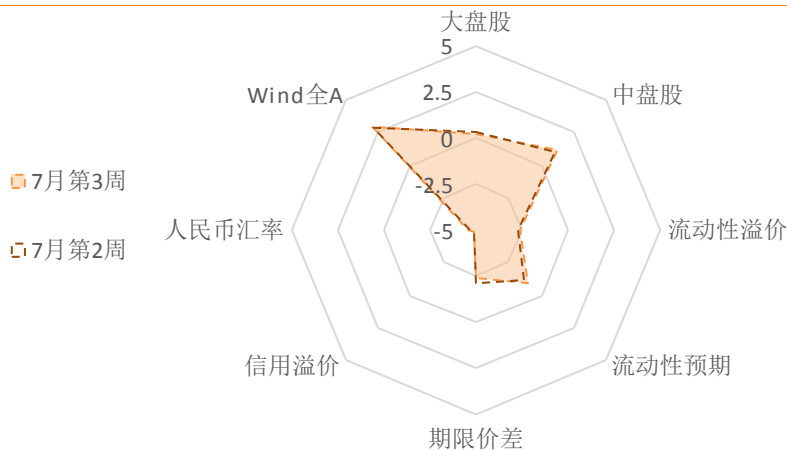
- 《宏观报告: 宏观报告-联储降息或不是最优选择》2024-07-13
- 《宏观报告: 宏观报告-美国大选的三点思考》2024-07-12
- 《宏观报告: 宏观-美国制造业回流进程如何?》2024-07-09

图 1：7 月第 2 周各类资产收益率(%)



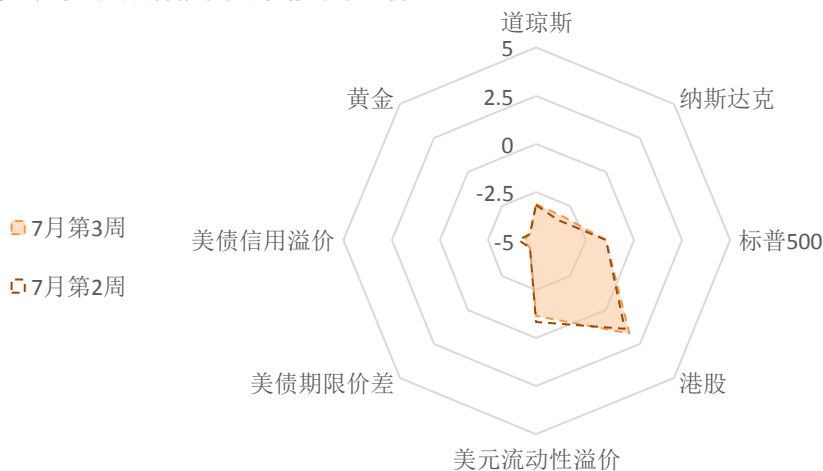
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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

7月第2周，Wind全A的风险溢价进一步上升至【较高】水平位置（今年2月9日以来首次回到中位数上1倍标准差，80%分位）。沪深300风险溢价保持在65%分位、中盘股（中证500）上涨至62%分位，上证50的风险溢价小幅下跌至52%。金融、周期、成长、消费的风险溢价为40%、44%、78%、98%分位（详见图4），消费目前的估值性价比最高，处在历史高位。

7月第2周，所有风格的交易拥挤度都在继续下行，目前超卖幅度仍不极致。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64%、31%、51%、32%、22%、19%历史分位。（详见图5）。市场风险偏好进一步走差。超卖幅度上成长更大，交易上盈亏比更高。宽基和板块上、沪深300、上证50、金融和周期的交易拥挤度下降至中性之下，Wind全A、中证500和成长交易拥挤度相对更低，处于20%-30%分位的偏低位置。消费的交易拥挤度最低，处在13%分位（详见图6）。中证红利指数的拥挤度继续回落，交易上盈亏比已经高于中性（详见图7）。

7月第2周，30个一级行业的平均拥挤度继续小幅下降（31%分位），目前处于偏低位置，但也不极端。拥挤度最高的为银行、通信和电力及公用事业；消费者服务、商贸零售和综合的拥挤度最低。（详见图8）

债券

7月第2周，流动性溢价变化不大，处在24%分位的【偏宽松】区间内。市场对未来流动性收紧的预期上升至40%分位，对宽松的积极定价逐渐降温至中性。期限价差下降至26%分位，长端相对于短端性价比一般；信用溢价处在历史低位附近，信用下沉策略性价比几乎可以忽略不计。

债券的交易拥挤度多数下降，利率债的短期交易拥挤度下降至77%分位，交易维度上盈亏比仍偏低。信用债的短期交易拥挤度下降至62%分位。可转债的短期交易拥挤度下降至14%分位，如果开始后续反转或存在交易性机会。

商品

能源品：7月第2周，布油下跌至在85.27美元/桶。美国石油总储备上升3035万桶，战略储备维持稳定，随着美国进入出行旺季，垒库的结果体现出需求增强并不明显，在供给端没有新增冲击的情况下，油价继续冲高存在阻力。

基本金属：7月第2周，有色价格普遍下跌。铜下跌1.52%，沪铝下跌1.89%，沪镍下跌1.60%。

贵金属：伦敦金现货价格上涨0.81%。7月第2周，现货黄金ETF的仓位小幅上升，机构投资者的仓位仍处于19年5月以来相应低位，这与海外的风险偏好极高是相对应的（美股不断创新高）。我们判断，黄金中期配置价值依旧非常有吸引力，扳机点在于海外风险偏好的变化上。黄金的短期交易拥挤度保持在81%历史分位，目前交易吸引力仍不高，但较前期有所上升，COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度变化不大，目前处在96%的历史高位，短期内看多的黄金交易机会较难把握。

汇率

7月第2周，美元指数收于104.10。在岸美元流动性溢价上升至44%分位，离岸美元流动性溢价下降至33%分位，美元流动性环境维持在【中性偏宽松】区间内。

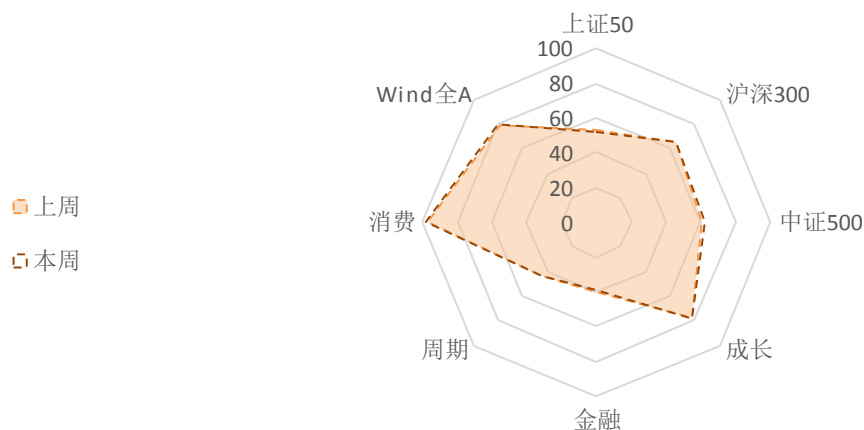
离岸人民币汇率下降至7.26。中美实际利差的历史分位数仍低于中性，从赔率上看，人民币目前吸引力不强。

海外

7月第2周，美国通胀数据出炉，CPI环比自2022年7月以来首次负增长（-0.06%），CPI同比从5月的3.27%回落至2.97%，快速提升了市场的降息预期。CME的美联储观察显示，市场预期9月首次降息的概率超过90%，全年降息次数预期接近三次。我们认为，在经济相对稳定的情况下，联储很难把握所谓的“预防式”降息的时机。尤其是美国实际薪资并未受损的情况下，降息只会进一步增加而不是减少美国人的消费倾向；考虑到当前美国实际薪资增速已连续第13个月为正，这会带来更大的通胀压力。（详见《联储降息或不是最优选择》，2024年7月13日）。7月第2周，10Y美债名义利率下降至4.2%，10Y美债实际利率下降至1.9%，10年期盈亏平衡通胀预期保持2.2%。美国10年-2年期期限利差倒挂幅度下跌至27bps。

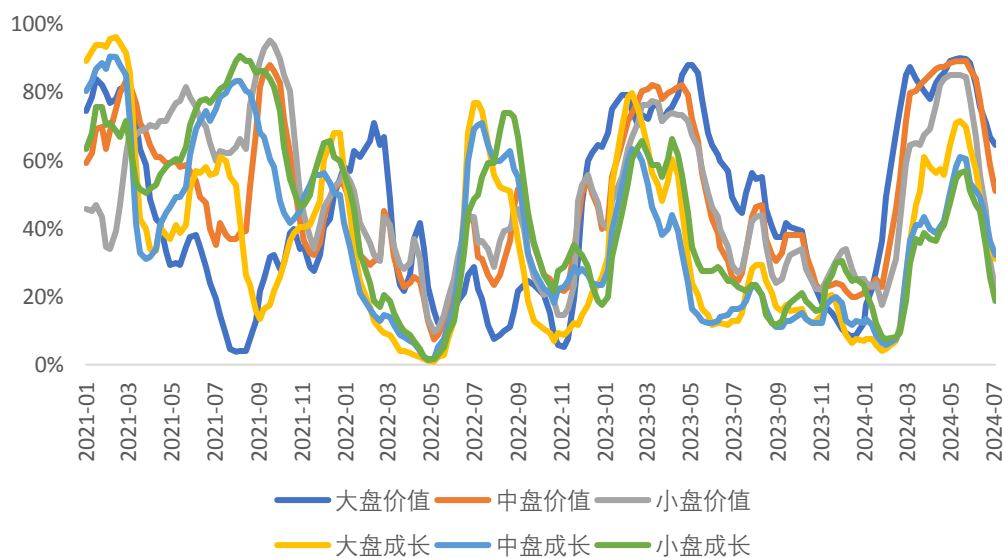
7月第2周，美股三大指数普遍上涨。标普500上涨0.87%、纳斯达克上涨0.25%，道琼斯上涨1.59%。标普500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价保持稳定，分别位于36%、19%和19%分位。美国投机级信用溢价处在5.5%的低位，投资级信用溢价则处在8.1%分位，美国信用环境宽松。

图4：宽基指数与板块指数的风险溢价（百分位数）



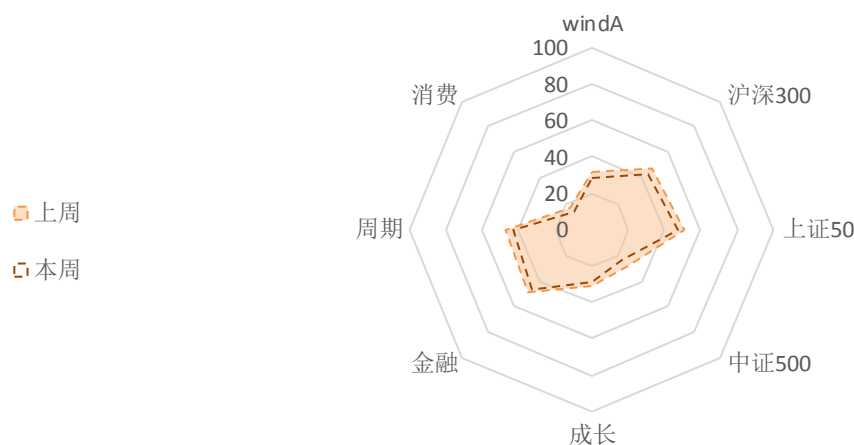
资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：风格指数交易拥挤度（百分位数）



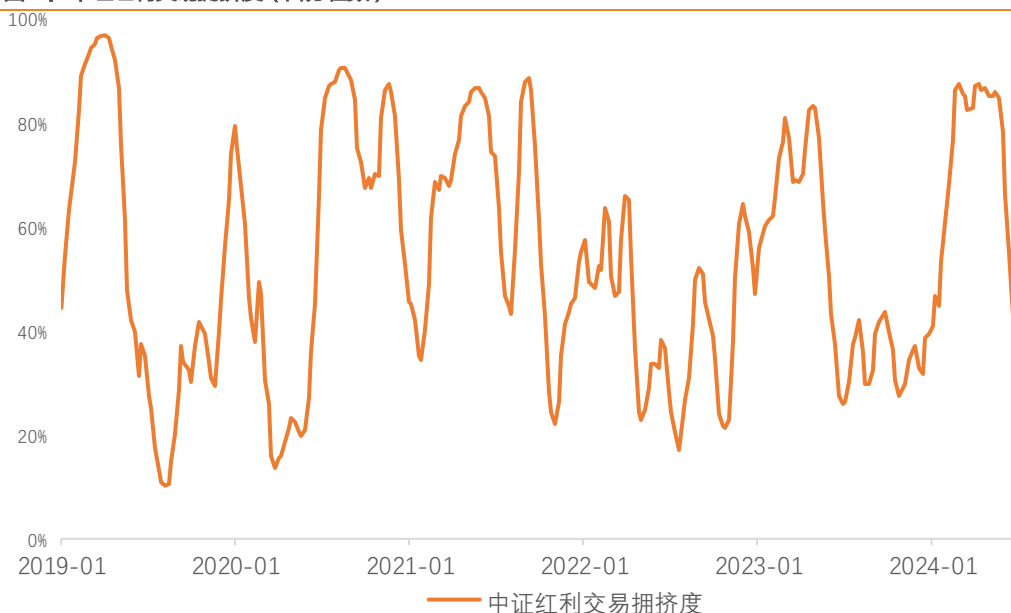
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：宽基指数与板块指数的交易拥挤度（百分位数）



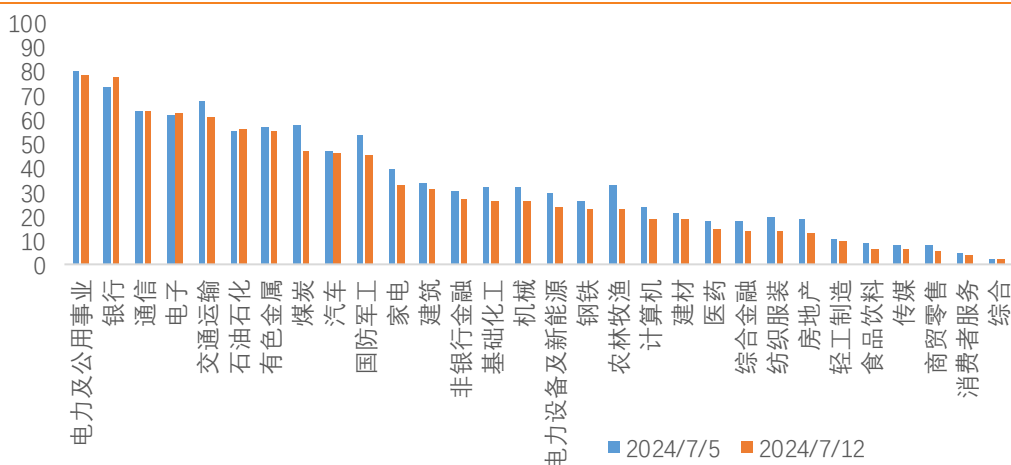
资料来源：Wind，天风证券研究所

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 |