

# 宏观

证券研究报告  
2024年08月20日

## 大类资产风险定价周度观察-24年8月第3周

8月第3周(8月12日-8月16日), 美股三大指数普遍上涨, Wind全A窄幅震荡, 日均成交下跌至5300亿元。30个一级行业中, 银行、通信表现领跑, 消费者服务及建材、房地产表现靠后。信用债指数下跌0.07%, 国债指数也下跌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

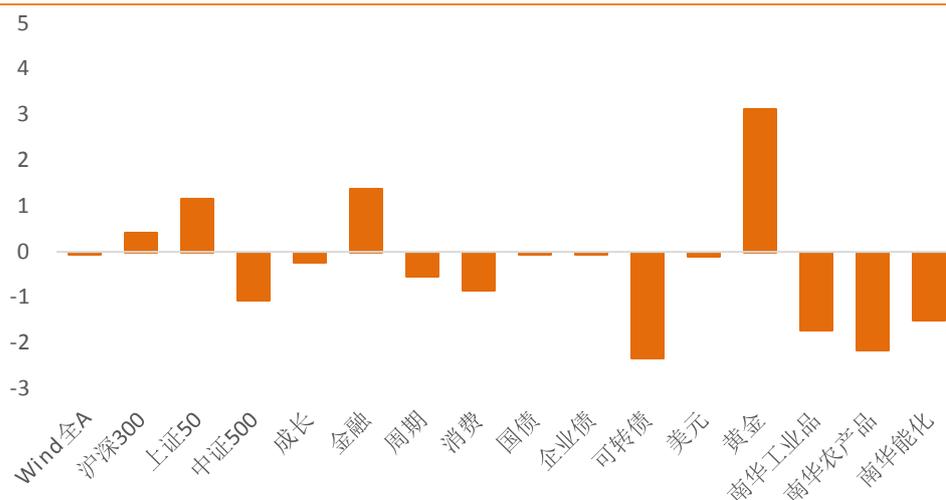
宋雪涛 分析师  
SAC执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

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

### 相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-杰克逊霍尔前瞻: No Dove》2024-08-18
- 《宏观报告: 宏观-社零数据的两个信号》2024-08-16
- 《宏观报告: 宏观-大类资产风险定价周度观察-24年8月第3周》2024-08-15

图 1：8 月第 3 周各类资产收益率(%)



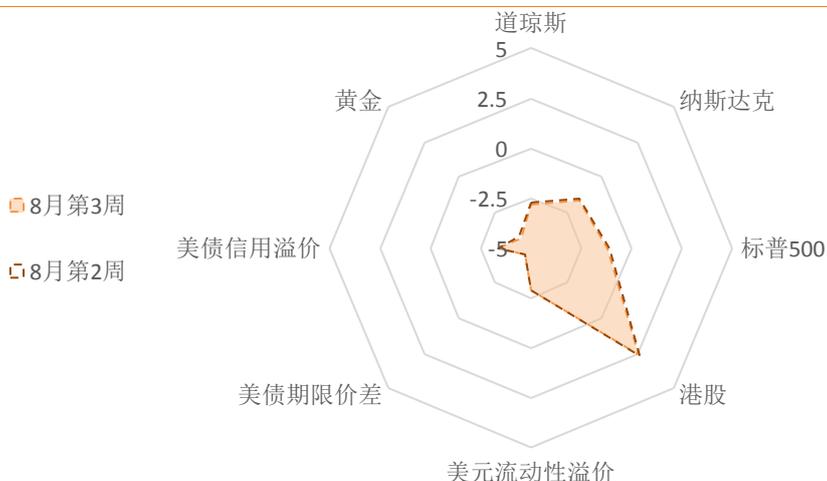
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 月 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 3：8 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

8月第3周，Wind全A的风险溢价与上期相比小幅上升，处在【偏高】水平位置（中位数上1倍标准差，86%分位）。沪深300风险溢价上涨至72%分位、中盘股（中证500）上涨至73%分位，上证50的风险溢价上涨至60%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价为40%、55%、83%、99%分位（详见图4），消费目前的估值性价比最高，处在历史高位。

8月第3周，所有风格的交易拥挤度延续下行趋势，平均超卖幅度与年内低点（2月初）持平，交易性机会可能正在酝酿。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41%、14%、12%、10%、10%、10%历史分位。（详见图5）。成长相对更超卖，交易上盈亏比更高。宽基和板块上、金融的交易拥挤度最高但也仅为中性；沪深300和上证50的拥挤度偏低；Wind全A和成长交易拥挤度相对更低（20%分位附近），中证500和消费交易拥挤度最低（详见图6）。中证红利指数的拥挤度继续回落，交易上盈亏比已经创下19年8月以来的新低（详见图7）。

8月第3周，30个一级行业的平均拥挤度小幅下降（23%分位），目前处于偏低位置。拥挤度最高的为银行、电力及公用事业，加上军工仅有这四个行业的拥挤度高于中性；食品饮料、纺织服装和轻工制造的拥挤度最低，仅有4-6%分位。（详见图8）

## 债券

8月第3周，流动性溢价上涨至47%分位，处在【中性偏宽松】区间内。市场对未来流动性收紧的预期上升至33%分位，对未来进一步宽松的积极定价有所下降。期限价差下降至20%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。

债券的交易拥挤度有所上升，利率债多数的短期交易拥挤度上升至79%分位，交易维度上盈亏比偏低。信用债的短期交易拥挤度上升至60%分位。可转债的短期交易拥挤度下降至13%分位，如果开始后续反转或存在交易性机会。

## 商品

**能源品：**8月第3周，布油上涨至79.58美元/桶。美国石油总储备继续上升，战略储备维持稳定，随着美国进入出行旺季，垒库的结果体现出美国本身供需并不紧张。

**基本金属：**8月第3周，有色价格涨跌互现。铜上涨3.51%，沪铝上涨1.52%，沪镍下跌1.29%。

**贵金属：**伦敦金现货价格上涨3.13%。8月第3周，现货黄金ETF的仓位小幅上升，机构投资者的仓位仍低。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驱动的资产配置转变，黄金从目前低配转为标配。黄金的短期交易拥挤度上涨至79%历史分位，目前交易吸引力逐渐由低向中性回归。COMEX黄金的非商业多头持仓拥挤度上升至92%，短期内看多的黄金交易机会较难把握。

## 汇率

8月第3周，美元指数收于102.404。在岸美元流动性溢价下降至40%分位，离岸美元流动性溢价上涨至4%分位，日元荒缓解后，美元流动性环境回到【偏宽松】区间内。

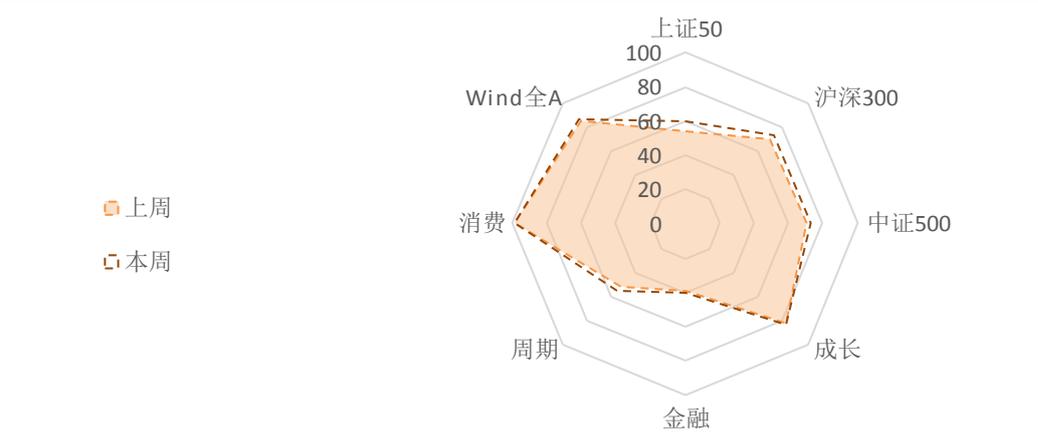
离岸人民币汇率下降至7.16。中美实际利差的历史分位数仍低于中性，从赔率上看，人民币目前吸引力不强。

## 海外

8月第3周，美国降息预期进一步纠偏，CME美联储观察显示9月降息的概率从154.1%下降至130.6%（100%表示一次25bps的降息），全年降息次数预期接近4次。8月第3周，10Y美债名义利率下跌至3.89%，10Y美债实际利率下跌至1.81%，10年期盈亏平衡通胀预期下跌至2.08%。美国10年-2年期限利差倒挂幅度下跌至17bps。

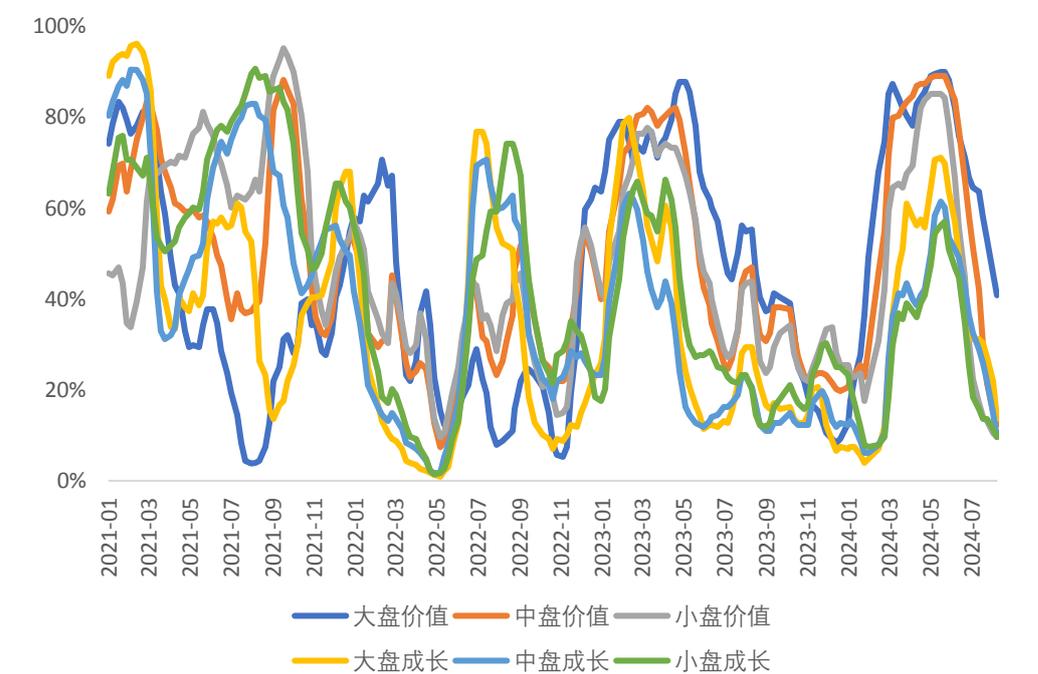
8 月第 3 周，美股三大指数超跌反弹。标普 500 上涨 3.93%、纳斯达克上涨 5.29%，道琼斯上涨 2.94%。标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价都处在中低位置但不极端，分别位于 38%、22%和 33%分位。在今年 10 月进入新财年之前，美国财政预算还较为充裕，在手现金也处在偏高位置，衰退交易逻辑或难持续演绎，美股整体分子端预期改善带来的反弹可能还会延续。但结构上选择价值还是成长要看 AI 产业后续能否有实质性的突破。美国投机级信用溢价处在 13.9%的低位，投资级信用溢价则处在 20%分位，美国信用环境宽松。

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）



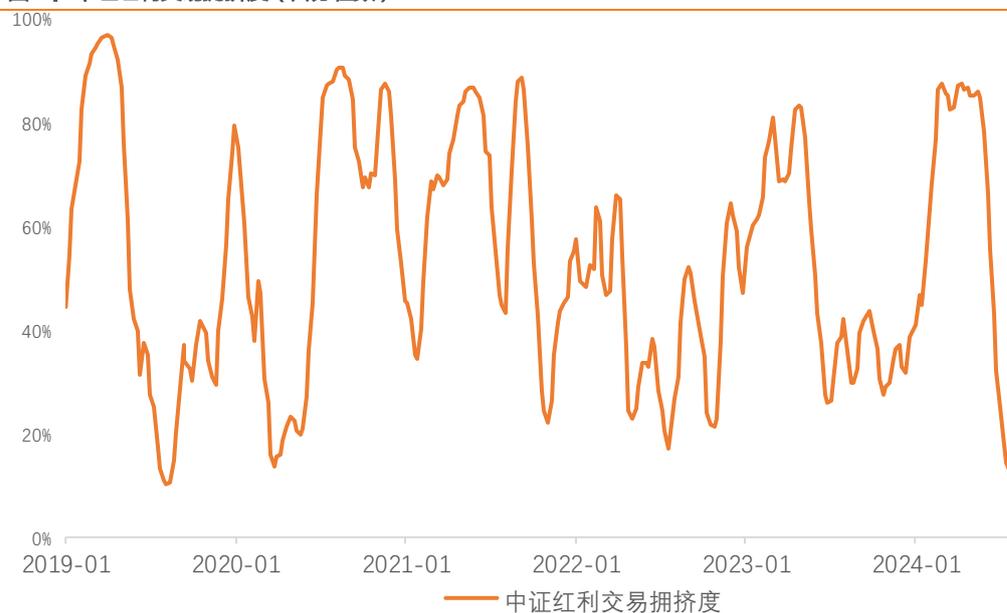
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：宽基指数与板块指数的交易拥挤度（百分位数）



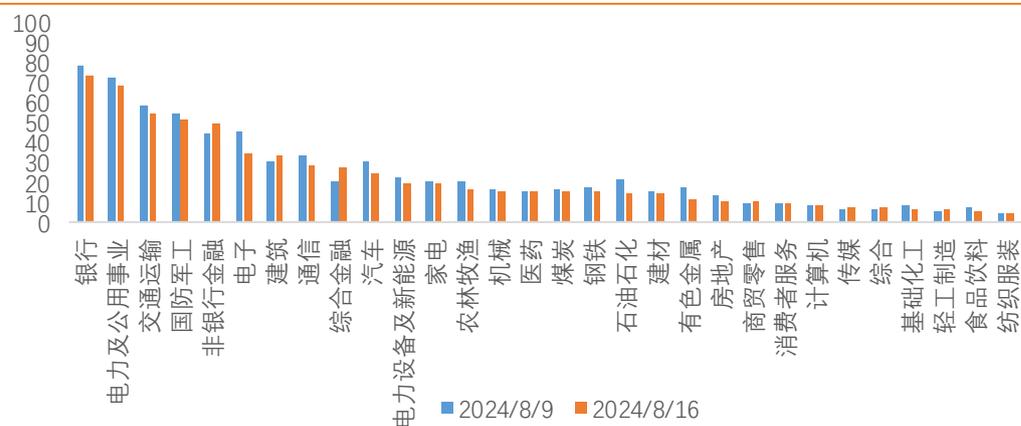
资料来源：Wind，天风证券研究所

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