

# 风险定价-流动性全面控盘

证券研究报告

2021年05月25日

## 5月第4周资产配置报告

5月第3周各类资产表现：

5月第3周，美股指数震荡偏弱，成长板块略强于价值板块。Wind全A上涨了0.49%，成交额4.1万亿，成交量与上周持平。一级行业中，汽车、电新和家电涨幅靠前；钢铁、煤炭和综合金融等表现靠后。信用债指数上涨0.15%，国债指数上涨了0.4%。

5月第4周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——供给侧压力缓解，流动性驱动大盘成长反弹

债券——流动性宽松的窗口期可能延长到七一之后

商品——海外定价商品强于国内定价商品

汇率——美元或将继续疲软

海外——通胀预期见顶

**风险提示：疫情再爆发；经济陷入滞涨；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

联系人

linyanyan@tfzq.com

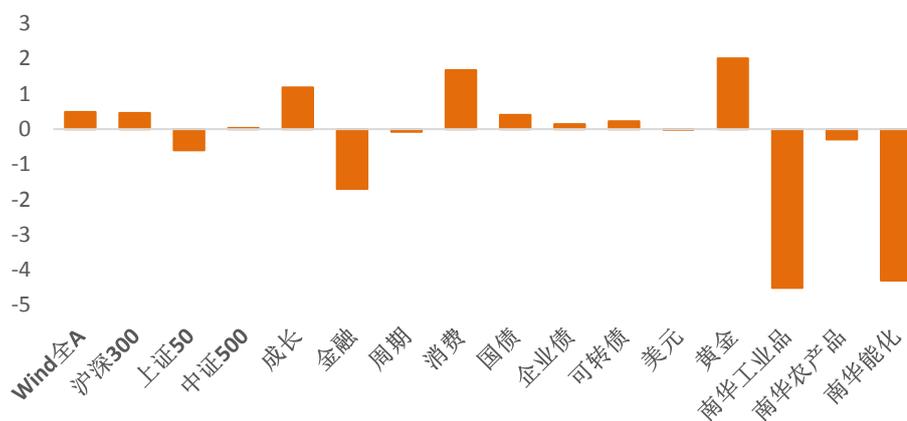
相关报告

1 《宏观报告：风险定价-流动性和供给侧主导市场定价-5月第3周资产配置报告》2021-05-19

2 《宏观报告：通胀过山车-通胀过山车》2021-05-18

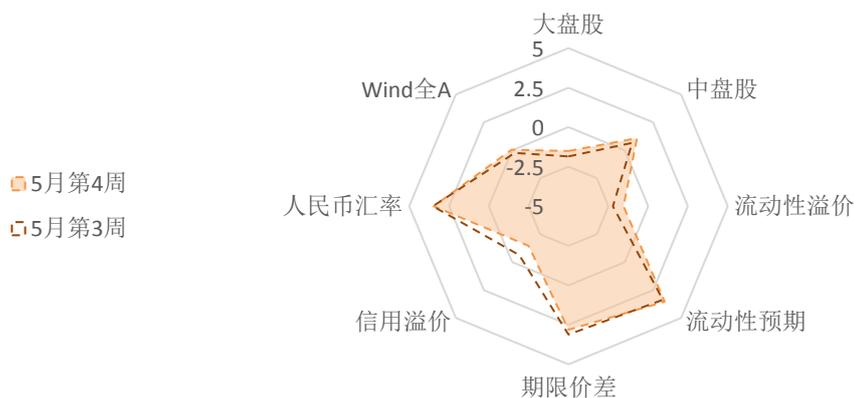
3 《宏观报告：宏观-5月：不均衡复苏下的通胀压力上升和结构性紧信用》2021-05-13

图 1: 5 月第 3 周各类资产收益率(%)



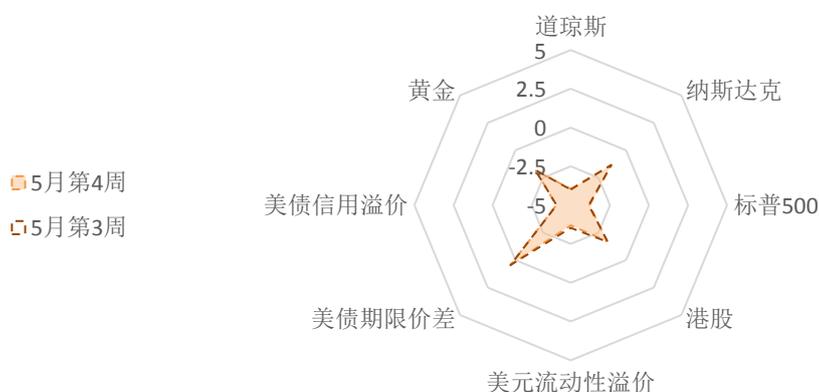
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 5 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: 5 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流动性松紧程度的预期。

## 1. 权益：供给侧压力缓解，流动性驱动大盘成长反弹

近期大宗商品价格受到政策管控抑制，钢铁和煤炭板块连续两周出现较大回撤，供给侧的压力有所缓解。随着经济陷入短期滞胀的担忧进一步减弱，流动性成为资产定价的主要驱动因素。5月第4周，国内流动性溢价继续维持在低位，10Y国债利率已经下行至3.10以下；美债继续横盘，美元流动性溢价维持在低位。短期内外流动性宽松的环境继续驱动成长和消费板块反弹。

5月第3周，Wind全A的风险溢价较上周小幅回升，目前处在【中性】水平（见图2）。上证50的估值依然【较贵】，沪深300的估值【中性偏贵】，中证500的估值【中性偏便宜】。成长和金融估值【便宜】，周期估值【较便宜】，消费估值【中性偏贵】。

5月第3周，高估值板块延续反弹行情。周期和金融下跌了0.07%和1.69%；消费和成长分别上涨1.68%和1.18%。大小盘区分不明显，大盘股（上证50和沪深300）分别下跌了0.60%和上涨了0.46%，中盘股（中证500）上涨了0.03%（见图1）。

5月第3周，南向资金净流入202.60亿港币，南向资金的流入速度较快。恒生指数的风险溢价维持在33%分位左右，性价比比较前期整体有所改善，但指数层面仍不便宜。

5月第3周，权益市场短期情绪指数继续回升，今年2月26日以来首次回到【中性】水平上方（52%分位）。上证50和沪深300的短期拥挤度回升至36%和53%分位，中证500的拥挤度处在63%分位左右。周期、消费和成长的拥挤度处在中性偏高水平，金融的拥挤度维持在前期的较低水平。中证500期货的基差维持在90%高分位，上证50和沪深300期货的基差继续回升，已经回到了中位数上方【60%和67%分位】，衍生品市场上市值因子的偏好仍然较高。

## 2. 债券：流动性宽松的窗口期可能延长到七一之后

5月第3周，流动性溢价小幅回升（34%分位），但仍处在【较宽松】水平。市场对中长期的流动性趋紧的预期也有所回落（85%分位）。与之前5月下旬流动性可能偏紧的预期有较大背离。

总结来看，近期央行货币政策操作没有变化，依然维持中性，5月第3周公开市场操作小幅净回笼100亿。七一之前是金融稳定的窗口期。5月21日，国务院金融委召开会议，要求“金融系统要坚持大局意识，坚持稳字当头，科学精准实施宏观调控，把握好度，不搞急转弯。要综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，有效防范和化解金融风险，促进经济金融良性循环”。另外4月以来地方政府债券发行进度偏慢，如果上半年发行持续偏慢，则未来1-2个月的流动性可能维持偏松，下半年随发行加速而边际收紧。

目前来看，短端利率依然存在一定风险，但七一之前风险真空。随着大宗商品价格受到政策管控抑制，通胀预期有所缓解，但期限利差依然维持高位（78%分位），因此长端利率的盈亏比更高。

5月第3周，因为流动性的持续宽松，信用溢价进一步回落（36%分位），流动性环境的持续宽松对冲了结构性紧信用的压力，主导了近期的信用溢价走势，未来随着流动性的边际变化，信用溢价可能上行。

5月第3周，债券市场的情绪进一步上升，处在【较乐观】的区间内。国债、信用债和可转债的短期交易拥挤度处于71%、60%和65%分位。

## 3. 商品：海外定价商品强于国内定价商品

5月第3周，受政策连续降温大宗商品价格的影响，多数黑色系商品价格加速回落。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别下跌9.38%、10.46%；焦煤指数环比下跌11.06%，焦炭指数环比下跌9.72%；铜、铝环比下跌3.46%、3.03%；锌上涨了1.93%；能化环比下跌4.30%；建筑业进入施工旺季，水泥价格环比上涨0.31%。

5月12日与19日两次国常会部署大宗商品保供稳价工作。5月第2周上海和唐山两地

钢企被地方政府约谈，三大交易所通过上调保证金比例或手续费来抑制投机需求。在多方面调控下，国内定价的大宗商品之前狂热的多头情绪有所降温。当前制造业 PMI 和工业增加值已经转向的情况下，黑色系大宗商品再次破前高的难度较大。

铜价创下新高之后，4 月美国通胀超预期也引发联储提前转向的担忧，5 月第 3 周 LME 铜价跌破 10000 美金大关。严峻的供需矛盾是铜价的主要支撑，金融属性起到辅助作用，因此短期铜价还有可能回到高位反复。Comex 铜的拥挤度小幅下降至 65%分位左右，市场情绪保持在【较乐观】区间内。

5 月第 3 周，布油价格下跌 2.88%至 66.73 美元/桶。EIA 数据显示美国原油库存与前期基本持平，美国炼油厂开工率继续提升，但原油产量连续两个月维持在 1100 万桶/天左右。布油主力合约 6 个月的升水幅度维持在 3%左右，衍生品市场仍然看多远期原油供给、看跌远期原油价格。

5 月第 3 周，能化品指数的风险溢价回升至 23%分位左右，处在估值【较贵】的区间内。工业品指数的风险溢价仍然处在历史极低水平，估值【极贵】。农产品指数的风险溢价维持在 10%分位以下，目前估值【贵】。5 月第 3 周，10 年期美债实际利率小幅回升至 -0.8%，黄金价格反弹至 1880.20 美元/盎司。

#### 4. 汇率：美元或将继续疲软

五月以来，全球新冠新增确诊人数保持下降态势。5 月第 3 周，美国与欧洲的疫苗接种速度都有小幅下降。美欧复苏差的收敛驱动美德的实际利率差收敛，美元指数短期承压。5 月第 3 周，美债 10Y 利率与前一周持平（1.63%），市场对 FOMC 重新开始讨论 Taper 感到钝感，美元指数低位震荡，收于 90.03。美债期货持仓拥挤度继续回升，目前处在历史低位（16%分位），空头情绪相较前期有所冷却。

5 月第 3 周，美元兑人民币（在岸）维持在 6.43-6.44。中美短期利差维持在较高水平（84%分位以上），长期利差也维持在 70-80%分位区间内，隐含汇率与实际汇率的价差继续上升至 65%分位，人民币长期性价比较高。人民币的短期交易拥挤度快速上升至 90%分位以上，多头情绪较强。5 月第 3 周，北向净流入 4.75 亿，北向资金情绪回归中性。

#### 5. 海外：通胀预期见顶

5 月 20 日，联储公布了 4 月 FOMC 的会议纪要，纪要中提到“许多与会者认为，如果经济继续朝着委员会的目标快速复苏，那么在之后的几次会议中的某个时间开始讨论缩减量化宽松的规模是合适的”。区别于上一次联储在 FOMC 会议纪要中提到 Taper 时利率的跳升，美债市场对于这次 Taper Talk 反应冷淡。市场和联储对于通胀的认知矛盾开始化解，资产定价朝着联储所引导的“忽视短期通胀，维持流动性宽松”的预期靠拢。

美股估值水平基本与前期持平，目前美股整体估值处于历史高位。标普 500 和道琼斯

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19788](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19788)

