

## 风险定价-内外流动性依然宽松但出现预期变化

证券研究报告

2021年06月08日

## 6月第2资产配置报告

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

6月第1周各类资产表现:

6月第1周, 美股指数延续普涨态势。Wind 全 A 上涨 0.3%, 成交额 4.9 万亿, 成交量继续上升。一级行业中, 基础化工、煤炭和综合涨幅靠前; 家电、非银金融和消费者服务等表现靠后。信用债指数上涨 0.06%, 国债指数下跌了 0.05%。

6月第2周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——人民币快速升值预期回落, 市场情绪还在中性偏高水平

债券——流动性波动率可能上升, 做多窗口期暂歇

商品——OPEC+维持原有计划, 夏季需求推升油价冲高

汇率——人民币快速升值预期回落, 进入双向波动

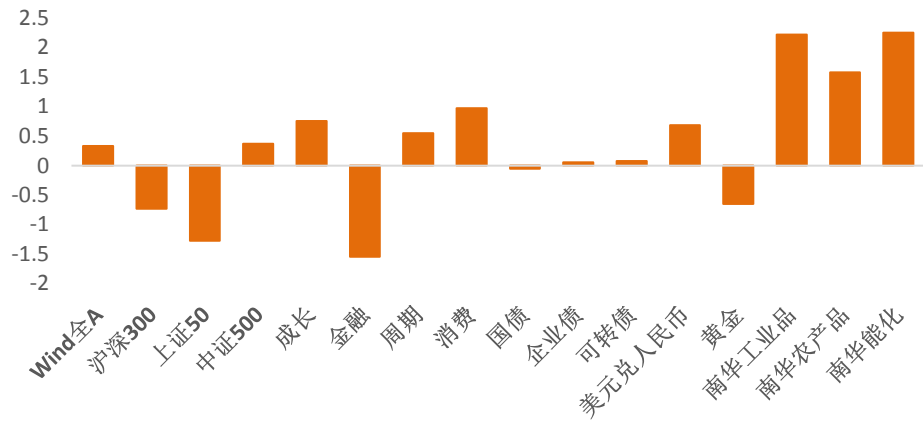
海外——非农就业略低于预期但依然大幅增长, 联储最快 8 月表态 taper

**风险提示: 疫情再爆发; 经济陷入滞胀; 货币政策超预期收紧**

## 相关报告

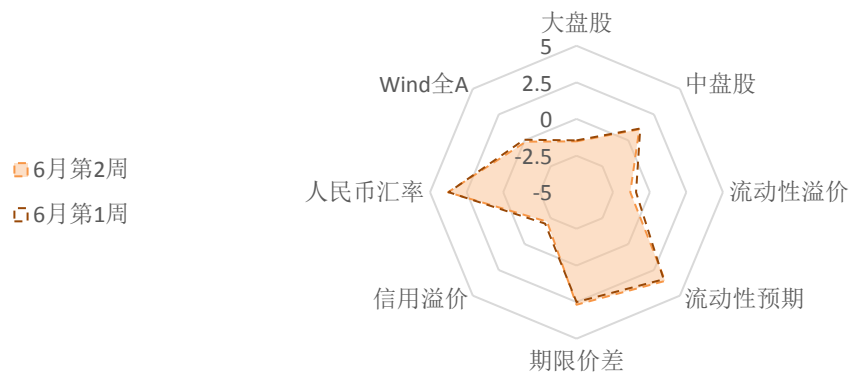
- 1 《宏观报告: 宏观-6 月流动性前瞻——收紧概率不高, 资金面波动放大》  
2021-06-07
- 2 《宏观报告: 涨跌互现, 拐点将至——4 月行业景气度更新》  
2021-06-05
- 3 《宏观报告: 再论通胀》 2021-06-03

图 1: 6 月第 1 周各类资产收益率(%)



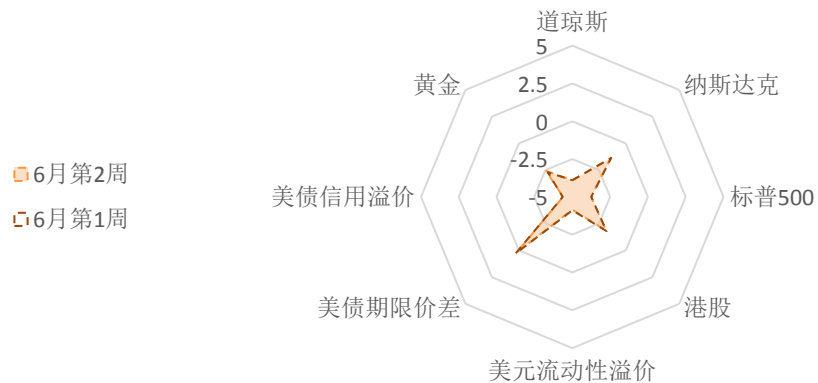
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 6 月第 2 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 2 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：人民币快速升值预期回落，市场情绪还在中性偏高水平

5月31日，在央行宣布上调金融机构外汇存款准备金率2%之后，人民币前期快速升值的预期出现回落。6月第1周，北向资金净流入88亿，较5月第4周明显下降。美元流动性外溢的速度有所放缓，前期在人民币升值催化下，外资流入加速的大盘蓝筹，受人民币贬值的影响回调明显。6月第1周，大盘股（上证50和沪深300）分别下跌了1.27%和0.73%，中盘股（中证500）上涨了0.37%（见图1）。

国内流动性水平维持宽松，经济复苏的斜率温和放缓，5月中国制造业PMI指数51.0，回落0.1。市场还在成长风格偏强的窗口期。6月第1周，周期、消费和成长分别上涨0.55%、0.97%和0.76%，金融下跌了1.55%。

6月第1周，Wind全A的风险溢价有所回落，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】。南向资金净流入43.78亿港元，南向资金流入继续减速。恒生指数的风险溢价维持在32%分位左右，指数层面性价比有限。

6月第1周，权益市场短期情绪指数继续回升，上升到62%分位。上证50和沪深300的短期拥挤度回升至60%和65%分位，中证500的拥挤度维持在63%分位左右。消费拥挤度维持在较高水平，金融、周期和成长的拥挤度处在中性偏高水平。中证500期货的基差快速回落至75%分位，上证50和沪深300期货的基差与上期基本持平，处于56%和72%分位，衍生品市场上大小市值的偏好差距收敛。

## 2. 债券：流动性波动率可能上升，做多窗口期暂歇

6月第1周，流动性溢价有所回落（37%分位），流动性处于【较宽松】水平。中长期流动性预期与上期基本持平（85%分位）。

七一之前是流动性宽松和金融稳定的窗口期。年初至今，经济稳增长压力较小，政府债券发行节奏偏慢。6月第1周，地方政府新增专项债共发行544亿元，较5月最后1周1378亿元有明显下降。下半年防风险要求弱化、稳杠杆目标强化，流动性可能小幅边际收紧。6月份资金面面临缺口，预计利率中枢不变，但波动率可能上升。目前来看，短端利率定价较贵，七一之前风险真空，但波动率可能上升。期限利差处于高位，长端利率的盈亏比继续占优。整体而言，流动性最宽松的阶段可能已经过去，由资金面推动的债市做多窗口期暂歇。

信用溢价随流动性宽松进一步回落（28%分位），未来流动性边际收紧、防风险要求下降，信用溢价可能重新上升。

6月第1周，债券市场的情绪维持在【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73%、64%和74%分位。

## 3. 商品：OPEC+维持原有计划，夏季需求推升油价冲高

6月第1周，主要工业行业开工率涨跌互现。唐山钢厂产能利用率和PTA开工率环比回落，焦炉生产率和半钢胎开工率环比回升。螺纹钢需求仍强但边际稍稍走弱；热轧卷板需求仍然较弱但边际稍稍改善。6月第1周，工业品价格涨跌互现。南华螺纹钢、热轧卷板指数环比分别上涨4.6%、2.0%；焦煤、焦炭指数环比上涨2.7%、4.3%；有色整体下跌，铜、锌、铝环比下跌3.3%、2.3%、2.1%；化工产品价格指数环比上涨0.9%；水泥价格季节性见顶，环比下跌1.0%。

6月第1周，黑色系商品超跌反弹，原料成本对钢价的支撑作用较强，叠加唐山及江苏限产消息发酵，市场心态有所提振，对现货价格形成一定支撑；另一方面，进入六月下游用钢需求阶段性见顶回落，市场成交面临下滑。季节性用电高峰对煤炭的需求提振。严峻的供需矛盾决定了铜价的趋势，美国就业数据扰动带来的流动性预期变化影响了铜价的波动。铜价短期继续高位震荡，Comex铜的拥挤度下降至56%分位左右，市场情绪进一步

向【中性】靠拢。

6月第1周，布油价格上涨4.51%至71.82美元/桶，创下18年10月以来的新高。在原油需求尚未恢复正常的背景下，油价的主要决定因素是供给变化。先是OPEC+决定维持原有减产计划，没有额外供给增加；随后EIA报告显示美油库存降幅超预期。进入夏季叠加美国出行需求恢复，油价可能出现阶段性高点。衍生品市场，布油主力合约相对于6个月后的合约贴水幅度从5月上升至4.3%左右，仍然是看多远期原油供给、看跌远期原油价格。

6月第1周，能化品指数的风险溢价快速下降至16%分位，处在估值【较贵】的区间内。工业品指数的风险溢价仍然处于历史低位，估值【极贵】。农产品指数的风险溢价再次回到10%分位以内，目前估值【贵】。

#### 4. 汇率：人民币快速升值预期回落，进入双向波动

美债10Y实际利率维持在-0.84%，受美德实际利差收窄和美货币环境宽松的双重压制，预计美元短期表现震荡偏弱。6月第1周，美元指数收于90.13。虽然美债期货持仓拥挤度回升至14%分位，但是空头情绪仍然高涨。

央行上调金融机构外汇存款准备金率2%人民币短期快速升值的预期减弱。6月第1周，美元兑人民币（在岸）回升至6.40附近。人民币的短期交易拥挤度维持在历史高位（97%分位），北向单周净流入88亿，较上周回落幅度较大，但持续净流入体现了外资情绪乐观。

#### 5. 海外：非农就业略低于预期但依然大幅增长，联储最快8月表态 taper

6月第1周，美国5月新增非农就业人口55.9万，不及预期值67.1万，但较4月环比改善接近一倍。4-5月非农数据有喜有忧，6-7月非农数据成为决定下一阶段联储行动的关键。如果就业缺口逐渐弥合，联储最快可能在8月开始沟通缩减QE的政策路径。美国通胀预期小幅下降，目前仍在顶部，美债期限利差处在52%分位的中性水平。美债长端利率中期将上升。维持本轮名义利率高点在1.9%-2.1%左右的判断。

**美股整体估值继续处于历史高位。**标普500和道琼斯的风险溢价继续处于过去十年的13%和11%分位（低于中位数1个标准差左右），纳斯达克的风险溢价也处在中低位置（见图3）。美元的流动性溢价再创新低，流动性环境非常宽松，美股的流动性牛市依然是“又贵又长”。

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\\_19996](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19996)

