

风险定价-市场对流动性逐渐敏感

证券研究报告

2021 年 06 月 16 日

6 月第 3 周资产配置报告

6 月第 2 周各类资产表现：

6 月第 2 周，美股指数涨跌互现，成长略强于价值。Wind 全 A 窄幅震荡，成交额 4.9 万亿，成交量与上周持平。一级行业中，计算机、汽车和综合涨幅靠前；房地产、食品饮料和农林牧渔等表现靠后。信用债指数下跌了 0.09%，国债指数下跌了 0.27%。

6 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——临近七一，市场情绪小幅回调

债券——流动性环境维持宽松

商品——旺季需求推动油价阶段性上涨，通胀预期已经见顶

汇率——美元指数在重要关口获得支撑

海外——美股逐渐敏感，进入涨不动也跌不动的状态

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

linyan@tfzq.com

相关报告

1 《宏观报告：宏观-临近年中，宏观层面正在发生哪些变化？》

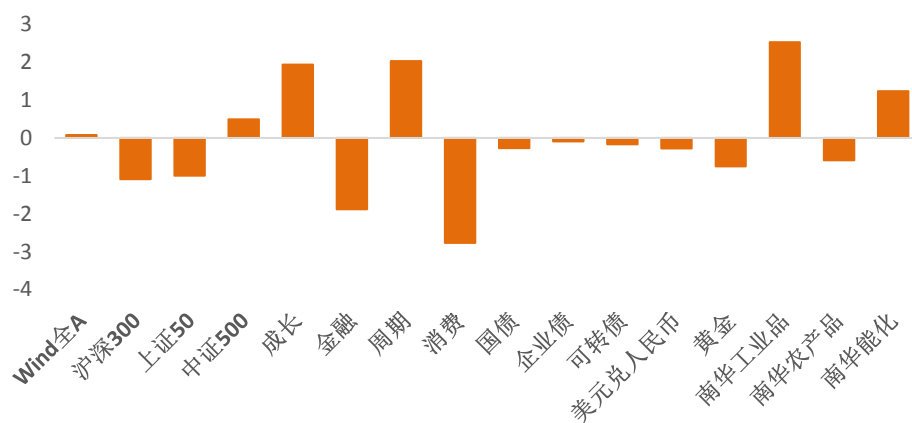
2021-06-10

2 《宏观报告：美国流动性拐点在 8 月》

2021-06-10

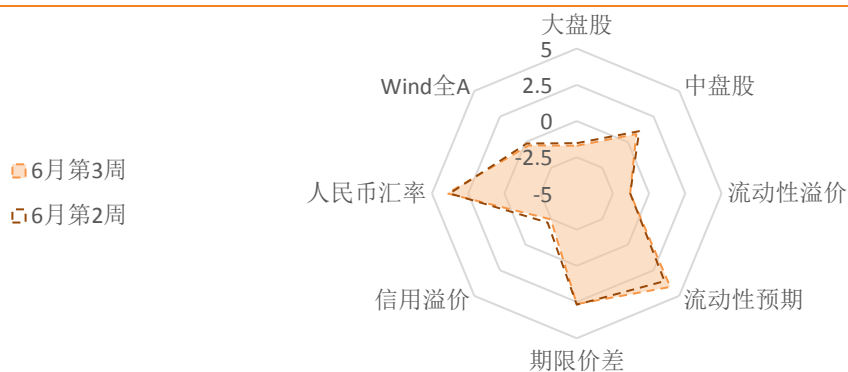
3 《宏观报告：风险定价-内外流动性依然宽松但出现预期变化-6 月第 2 资产配置报告》 2021-06-08

图 1：6 月第 2 周各类资产收益率(%)



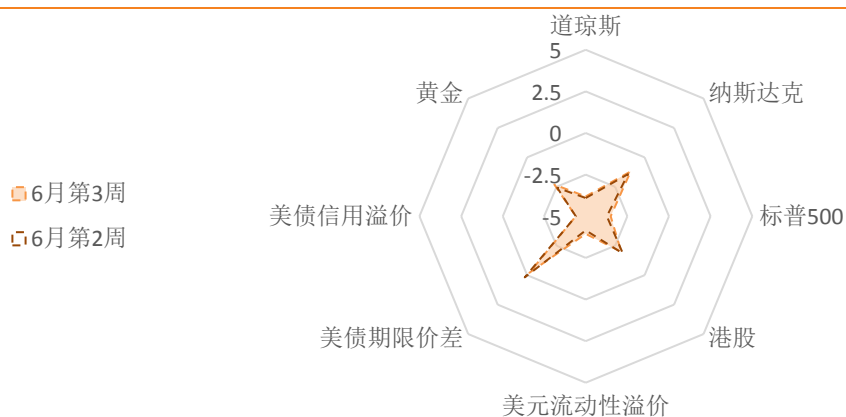
资料来源：Wind，天风证券研究所

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流动性松紧程度的预期。

1. 权益：临近七一，市场情绪小幅回调

6月第2周，周期和成长分别上涨了2.02%和1.93%，消费和金融下跌了2.77%和1.89%。大盘股（上证50和沪深300）分别下跌了0.99%和1.09%，中盘股（中证500）上涨了0.49%（见图1）。

6月第2周，Wind全A的风险溢价有所回落，目前处在【中性略偏贵】的水平（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【中性偏便宜】，消费估值【中性偏贵】。南向资金净流出18.75亿港元，南向资金开始转向。恒生指数的风险溢价维持在30%分位左右，指数层面性价比有限。

6月第2周，权益市场短期情绪指数小幅回调，目前处在60%分位。上证50和沪深300的短期拥挤度回升至70%和71%分位，中证500的拥挤度维持在64%分位左右，今年3月以来大盘蓝筹的拥挤度首次超过中盘股。消费和成长拥挤度维持在较高水平，金融、周期的拥挤度处在中性偏高水平。中证500期货的基差回落至67%分位，上证50和沪深300期货的基差也都有所下降，处于45%和66%分位，衍生品市场上看涨情绪较前期有所降温。

2. 债券：流动性环境维持宽松

6月第2周，流动性溢价与前期持平（36%分位），流动性处于【较宽松】水平。短端利率定价较贵，期限利差处于高位，长端利率的盈亏比继续占优。央行维持每天100亿逆回购操作，七一前流动性宽松和金融稳定的窗口期临近关闭，七一之前风险真空，但波动率可能上升。6月第2周，地方政府新增专项债共发行2207.14亿元，已经开始有明显的加速。中长期流动性预期有所上升（91%分位），未来流动性环境收紧的预期进一步加强。信用溢价随流动性宽松进一步回落（25%分位），未来流动性边际收紧，信用溢价上升的概率加大。

6月第2周，债券市场的情绪小幅降温，但维持在【中性偏乐观】的区间内。国债、信用债和可转债的短期交易拥挤度处于65%、59%和75%分位。

3. 商品：旺季需求推动油价阶段性上涨，通胀预期已经见顶

5月中国PPI同比9.0%，至此高斜率上升基本结束，本轮再通胀的顶部已经形成，下半年大宗商品价格整体继续大幅上涨的概率不大。美国房地产投资出现走弱迹象，新屋营建许可回落，住宅建筑商信心指数下跌，木材期货价格从5月1700美元的高点下跌了近40%。同时美国盈亏平衡通胀预期从2.55%高点回落至2.3%-2.4%区间震荡。

6月第2周，黑色系商品维持强势反弹。3-4月地产新开工同比负增，螺纹钢高频数据也同样显示需求减弱，目前市场主要是在博弈供给端的变化。原料成本对钢价的支撑作用较强。进入夏季用电高峰，煤炭需求强劲支撑了季节性表现。铜价短期继续高位震荡，供需矛盾决定了铜价的趋势，美国就业和通胀数据对金融属性造成扰动，波动开始加大。Comex铜的拥挤度下降至53%分位左右。

6月第2周，布油上涨1.02%至72.62美元/桶，再次刷新18年年底以来的新高。供给端没有出现超预期变化；上涨主要原因是EIA报告库存下降幅度超预期，但6月第1周的库存已经回升。进入夏季能源需求旺季，叠加美国出行需求恢复，油价可能出现阶段性高点。衍生品市场上，布油主力合约相对于6个月的远月合约贴水幅度进一步上升到4.5%，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期增强。

6月第2周，能化品指数的风险溢价维持在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回落到5%分位以内，目前估值【贵】。

4. 汇率：美元指数在重要关口获得支撑

美债利率的持续低迷给美元指数带来了较大的阻力。但是随着就业缺口的弥补和疫苗

的广泛接种，超宽松的货币政策关闭窗口临近，美元有望随着 Taper 预期增强而反弹。6 月第 2 周，美元指数收于 90.50，在重要关口获得支撑。

6 月第 2 周，美元兑人民币（在岸）与前一周持平，收于 6.40。人民币的短期交易拥挤度维持在历史高位（93%分位），北向单周净流入 29.31 亿，资金流向逐渐回归中性，外资情绪乐观继续降温。

5. 海外：美股逐渐敏感，进入涨不动也跌不动的状态

5 月至今，美债 10Y 实际利率在 -0.8%~-0.9% 区间内窄幅震荡。6 月第 2 周，长端名义利率下穿 1.5%。虽然美债期货持仓拥挤度回升至 21% 分位，但是市场仍然是空头主导。美债期限利差处在 48% 分位的中性水平。美债利率短期受充裕流动性主导，中期仍有一定的上升空间，维持本轮名义利率高点在 1.9%-2.1% 左右的判断。

5 月至今，美股整体呈现出高位震荡的走势，波动率有所降低，三大股指都处在前高附近。**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 15% 和 12% 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）。**除了估值较高，财政支持减弱和增量资金不足也都抑制了美股向上突破的冲动。**在高估值、低确定性的情况下，一些事件可能会触发一定调整，如四巫日、联储官员的言论、重要数据和央行议息会议。另一方面，美元的流动性溢价从低点小幅回升（11% 分位），目前流动性环境与信用环境都维持在极宽松的水平上，**超宽松的流动性环境又给予了指数强有力的支撑，空头也缺乏合适的交易机会。**

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_20158

