

风险定价-为什么美元迅速反弹

证券研究报告

2021年06月23日

6月第4周资产配置报告

6月第3周各类资产表现:

6月第3周, 美股有所回调, 成长仍略强于价值。Wind 全 A 下跌 1.8%, 成交额 4.9 万亿, 成交量与前两周持平。一级行业中, 电子、汽车和综合涨幅靠前; 有色金属、消费者服务和农林牧渔等表现靠后。信用债指数上涨了 0.01%, 国债指数下跌了 0.19%。

6月第4周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——联储议息会议前 A 股情绪骤降

债券——专项债发行明显加速, 宽松预期受到挑战

商品——大宗商品金融属性承压

汇率——四大原因支持美元迅速反弹

海外——美债曲线走平, 美股风格分化

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

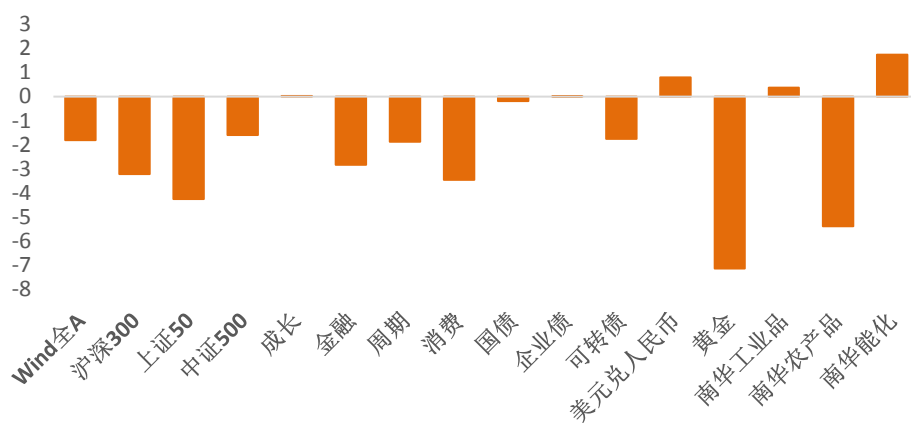
相关报告

1 《宏观报告: 议息会议后, 为什么美元涨, 美债跌? - 议息会议后, 为什么美元涨, 美债跌?》 2021-06-22

2 《宏观报告: 宏观-存款利率自律上限优化: 降低银行负债成本, 但与降息无关》 2021-06-21

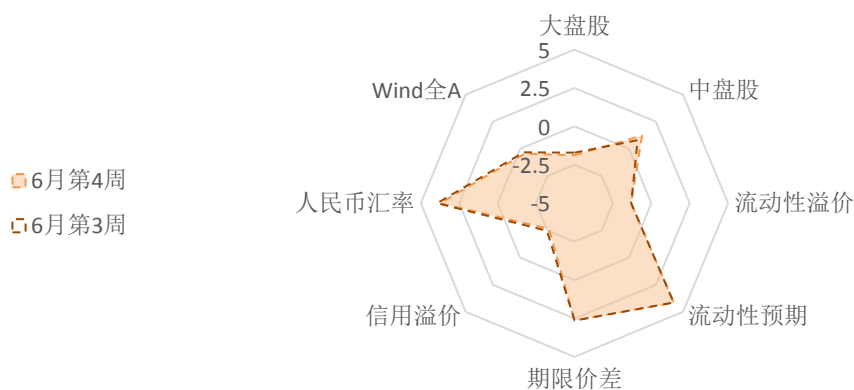
3 《宏观报告: 美联储对市场说: “这里没什么可看的, 继续往前走吧” - 6月美联储 FOMC 议息会议极简点评》 2021-06-17

图 1: 6 月第 3 周各类资产收益率(%)



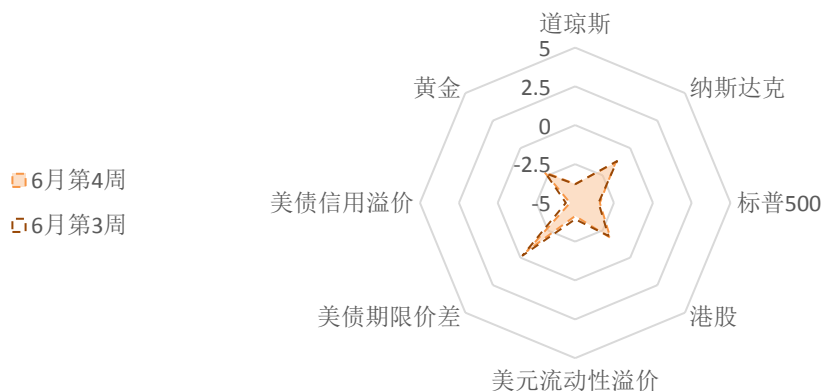
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 6 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: 6 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：联储议息会议前 A 股情绪骤降

由于美国经济就业陆续恢复和通胀高企，市场预计美联储可能在 6 月议息会议上对缩减 QE 有所引导。因此在议息会议前，全球权益市场的风险偏好都有所下降。其中 A 股 6 月 15-17 日累计下跌了 2.56%，但议息会议后市场小幅反弹。6 月第 3 周，成长上涨 0.03%，周期、消费和金融下跌 1.88%、3.45%和 2.82%。大盘股（上证 50 和沪深 300）分别下跌了 4.24%和 3.21%，中盘股（中证 500）上涨了 1.59%（见图 1）。

6 月第 3 周，Wind 全 A 的风险溢价基本与前期持平，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】。6 月第 3 周，南向资金继续净流出 24.16 亿港币。恒生指数的风险溢价小幅回升至 32%分位左右，指数层面性价比有限。

6 月第 3 周，权益市场短期情绪指数加速回调，目前回到中位数附近。中证 500 期货的期现差回落至 64%分位，上证 50 和沪深 300 期货的期现差也都有所下降，处于 37%和 62%分位，衍生品市场对大盘股比较谨慎。

2. 债券：专项债发行明显加速，宽松预期受到挑战

6 月第 3 周，央行公开市场操作小幅净回笼 100 亿。地方政府新增专项债 6 月起明显加速，6 月第 3 周发行 1465.8 亿元。10 年国债利率从 5 月的低点 3.05%回升至 3.15%附近。

6 月第 3 周，流动性溢价与前期持平（37%分位），流动性处于【较宽松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（91%分位），未来流动性环境收紧的预期强。期限利差处于高位，信用溢价随流动性宽松进一步回落（24%分位）。

6 月第 3 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：大宗商品金融属性承压

议息会议提高了超额准备金利率和回购利率 5bp，美元走强，美债 10Y 实际利率小幅上行 6bp，大宗商品的金融属性压力逐渐显现。黄金作为金融属性最强的大宗商品回调明显，6 月第 3 周下跌了 7.12%收于 1763.20 美元/盎司。铜价在议息会议后回调明显，一方面是因为美元走强和实际利率回升对铜的金融属性的压制。另一方面是因为 6 月 18 日 LME 铜库存激增超过 2 万吨，创去年九月以来的最大涨幅。铜的基本面逐渐到了供需矛盾边际缓解的时点。Comex 铜的拥挤度维持在中位数附近，多头情绪回归中性。黑色线材需求进入淡季，板材需求低位改善，供给关注限产政策变化。进入夏季用电高峰，煤炭需求强劲支撑季节性表现。

6 月第 3 周，布油上涨 0.73%至 73.2 美元/桶，强势表现延续。美国油服公司贝克休斯在报告中称，截至 6 月 18 日当周，未来产量的先行指标--美国活跃石油和天然气钻机数增加 9 座，至 470 座，为 2020 年 4 月以来最高，高油价开始刺激产能恢复。美国出行需求恢复，叠加进入夏季能源需求旺季，油价处在阶段性高点。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快速上升到 5.7%，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期进一步增强。

6 月第 3 周，能化品指数的风险溢价下降到 11%分位，目前估值【贵】；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有所回升，估值回到【偏贵】区间。

4. 汇率：四大原因支持美元迅速反弹

6 月联储议息会议后，10 年期美债利率冲高回落，美元指数却突破了之前的震荡区间，上升至 92.32。美债与美元的走势背离的主要原因是：一、议息会议点阵图显示加息预期提前，短端利率随之回升；二、议息会议提高了隔夜逆回购利率和存款准备金利率，美元

流动性进一步流入美联储资产负债表，抬高了货币互换成本，推升美元；三、在美债利率保持区间震荡的这段时间内，美元指数仍处在下行通道内，美元有空头回补的动力；四、欧央行表示要到 9 月 19 日之后再决定是否收紧政策，这个时间晚于市场预期美联储开始释放缩减 QE 的时间。

6 月第 3 周，美元兑人民币（在岸）上涨 0.85%，收于 6.45。人民币的短期交易拥挤度开始下降（89%分位），北向单周净流出 50.05 亿。与今年美元走势相对应，人民币今年双向波动，短期随着美联储 QE Taper 的临近小幅贬值（详见《汇率双边市》）。

5. 海外：美债曲线走平，美股风格分化

6 月议息会议符合市场预期，不必过度解读点阵图的变化，当前经济复苏的动量很强，但复苏也可能很快结束，在这种经济剧烈变化的时点，2 年后的政策预测没有太大的现实意义（详见《美联储对市场说：“这里没什么可看的，继续往前走吧”》）。目前来看，加息预期提前主要推高了 3-5 年期的美债利率，由于风险偏好回落和通胀预期回落，10-30 年期美债利率回落，因此美债期限曲线走平，期限溢价回落至 44%分位。

6 月第 3 周，美股风格出现分化。美债期限结构走平，短端利率的抬升与通胀预期的回落对价值板块形成压制；长端利率的回落则有利于成长股。同时，美元的快速上涨带来了市场的风险偏好下降，对价值与成长都有负面影响。所以市场呈现出价值跌的比成长更多的局面。

6 月第 3 周，标普 500 和道琼斯的风险溢价继续处于过去十年的 16%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）。

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_20307

