

风险定价-价值风格的优势逐渐减弱

证券研究报告

2021年06月28日

7月第1周资产配置报告

6月第4周各类资产表现：

6月第4周，美股指数多数上涨。Wind全A上涨2.66%，成交额5.1万亿，成交量较上两周有所上涨。一级行业中，煤炭、电力设备及新能源与钢铁涨幅靠前；传媒、计算机和通信等表现靠后。信用债指数上涨了0.10%，国债指数下跌了0.17%。

7月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——避险情绪缓解，A股放量反弹

债券——流动性溢价回升，但收紧概率不大

商品——铜的持仓拥挤度去年6月以来首次降到中位数以下

汇率——美元指数止住快速上涨

海外——价值风格的优势逐渐减弱

风险提示：疫情再爆发；经济陷入滞胀；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：如何稳住制造业比重？》

2021-06-26

2 《宏观报告：6月资产配置报告》

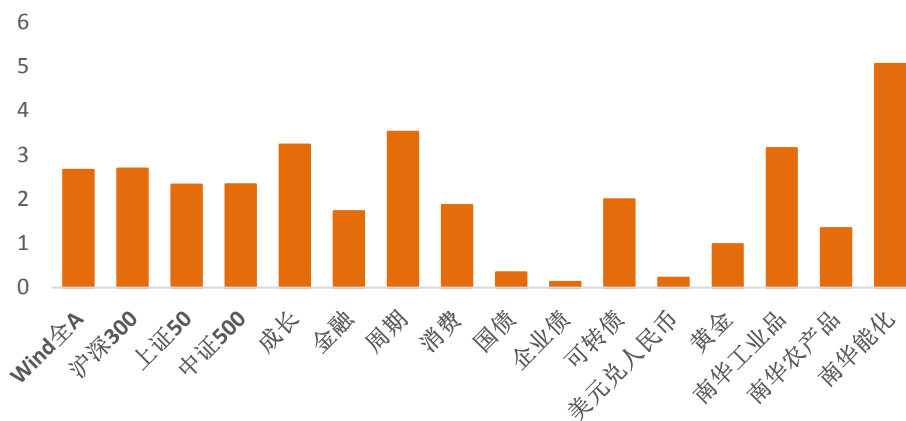
2021-06-23

3 《宏观报告：风险定价-为什么美元

迅速反弹-6月第4周资产配置报告》

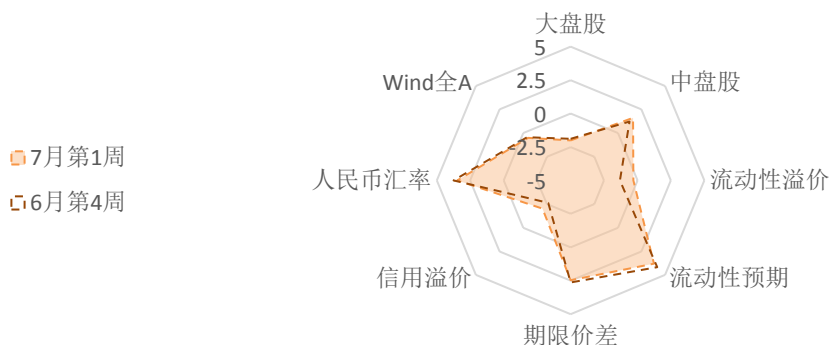
2021-06-23

图 1: 6 月第 4 周各类资产收益率(%)



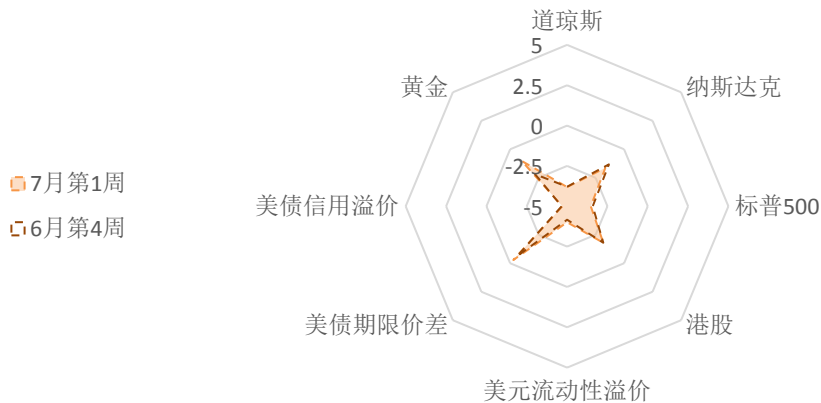
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 7 月第 1 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: 7 月第 1 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：避险情绪缓解，A股放量反弹

6月FOMC议息会议后，全球市场的反应如我们所预期，避险情绪短暂上升之后，风险资产重回反弹（详见《联储对市场说：这里没什么可看的，继续向前走吧！》）。

6月第4周，A股市场放量反弹，日均成交额超万亿，北上资金净买入209.77亿元，两融资金亦持续加仓。成长、金融、周期、消费分别上涨3.24%、1.73%、3.52%、1.86%。大盘股（上证50和沪深300）和中盘股（中证500）没有分化，分别上涨2.33%、2.69%、2.34%（见图1）。

6月第4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4周，南向资金净流入50.53亿港元。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4周，权益市场短期情绪指数较前两个月有所下降，处在中性偏低位置。中证500期货的期现差回落至63%分位，上证50和沪深300期货的期现差继续下降，处于23%和44%分位，衍生品市场对大盘股仍比较谨慎。

2. 债券：流动性溢价回升，但收紧概率不大

央行主管媒体发文表示，“央行保持流动性合理充裕不是一句空话”、“市场主体无需对流动性产生不必要的担忧”，央行短期的政策态度已经比较明确，七一之后市场流动性迅速收紧的概率不大。6月第4周，央行公开市场操作净投放500亿。地方政府新增专项债6月发行量有所提速，截止6月27日，净融资额基本与5月持平。

6月第4周，流动性溢价有所回升（47%分位），流动性回到【中性】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（88%分位），未来流动性环境收紧的预期强。期限利差处于较高位置（75%分位），信用溢价回升至（30%分位）。

6月第4周，债券市场的情绪降温，维持在【中性】的区间内。国债、信用债和可转债的短期交易拥挤度处于45%、46%和65%分位。

3. 商品：铜的持仓拥挤度去年6月以来首次降到中位数以下

6月第4周主要行业开工率小幅回升。工业品价格多数上涨，黑色系商品的表现继续分化，螺纹钢价格走平，热轧卷板走弱，而煤炭价格仍在上涨。进入淡季，黑色线材需求转弱；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。成本持续上涨对于钢厂利润的压缩仍在继续。

6月第4周，美元和美债实际利率走平，大宗商品的金融属性压力短期边际有所缓解。黄金小幅反弹，6月第4周上涨0.98%收于1780.55美元/盎司。铜的基本面逐渐到了供需矛盾边际缓解的时点，目前仍在高位震荡。COMEX铜的非商业持仓拥挤度自去年6月以来首次回落至中位数下方，市场情绪中性。

6月第3周，布油上涨2.45%至75.31美元/桶，强势表现延续。美国出行需求恢复，叠加进入夏季能源需求旺季，美国商业原油库存（不包括战略石油储备）较前一周减少了760万桶。美国目前的原油库存为4.591亿桶，比五年同期的平均水平低约6%。油价处在阶段性高点。但需要注意的是高油价可能刺激产能恢复。下周即将举行OPEC+会议，如果增产幅度超出预期，油价可能回调。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回落到4.7%，但看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期仍较强。

6月第4周，能化品指数的风险溢价下降到9%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回升至31%，估值回到【偏贵】区间。

4. 汇率：美元指数止住快速上涨

6月第4周，10年期美债利率小幅回升至1.54%，美元指数止住快速上涨的趋势，开始转为震荡。随着美欧央行态度开始出现分化，美元中期还有升值空间。但是美欧经济的增速差仍在收敛，美国通胀压力暂时大于欧洲，美元快速上涨至93以上也面临阻力。

6月第4周，美元兑人民币（在岸）窄幅震荡，收于6.46。人民币的短期交易拥挤度继续下降（69%分位），北向单周净流入超过200亿，但周度净流入中国股票和债券的资金转为净流出，金融市场资金流向对人民币汇率影响偏中性。与今年美元走势相对应，人民币今年双向波动，中期可能随美联储QE Taper临近而小幅贬值（详见《汇率双边市》）。

5. 海外：价值风格的优势逐渐减弱

6月第4周，10Y通胀预期有所回升，10Y实际利率维持在-0.8%附近，10Y名义利率上升至1.54%，而2Y-5Y名义利率上升幅度较小，美债期限曲线走平有所放缓，期限溢价回升至47%分位。

成长 vs 价值仍然是当下美股的最大分歧。如果美债期限结构继续走平，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。如果长期利率中枢趋势性回升，价值/成长的风格分化可能趋势性逆转，但目前利率长期回落的制度因素和技术因素暂未改变。我们研究发现，成长 vs 价值相对收益的最主要来源是盈利，因此通胀预期回落后，价值的风格优势仅局限于短周期。（详见《价值风格的优势还会持续多久？》）

6月第4周，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），美股继续处于偏贵的估值水平。

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_20409

