

风险定价-近期情绪和流动性如何变化

证券研究报告

2021年07月05日

7月第2周资产配置报告

7月第1周各类资产表现：

7月第1周，美股指数多数上涨。Wind全A下跌1.95%，成交额4.9万亿，成交量有小幅回落。一级行业中，电力设备及新能源、纺织服装与商贸零售涨幅靠前；非银金融、国防军工和煤炭等表现靠后。信用债指数上涨了0.20%，国债指数上涨了0.06%。

7月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——七一后市场情绪大幅下降

债券——流动性维持中性，信用溢价快速回升

商品——高油价导致OPEC+成员国内部分歧加大

汇率——美元指数震荡偏强

海外——非农数据矛盾，市场卖出事实并给出偏松定价

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：历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏-历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》

2021-07-03

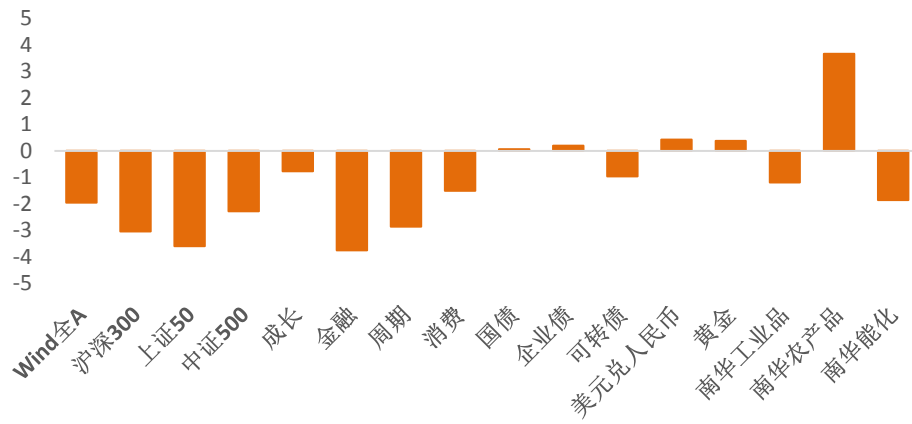
2 《宏观报告：风险定价-价值风格的優勢逐渐减弱-7月第1周资产配置报告》

2021-06-28

3 《宏观报告：宏观-猪价何时见底？》

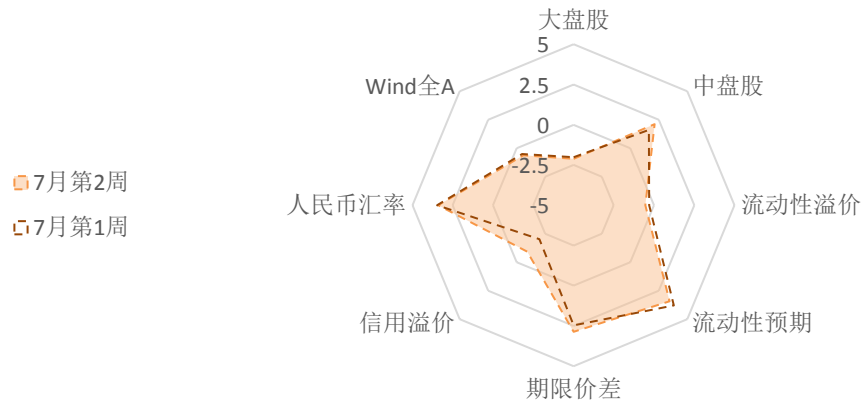
2021-06-28

图 1: 7月第1周各类资产收益率(%)



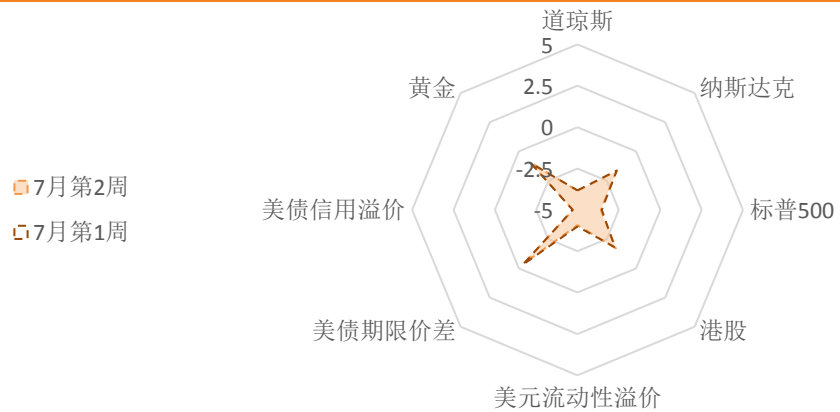
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 7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: 7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;

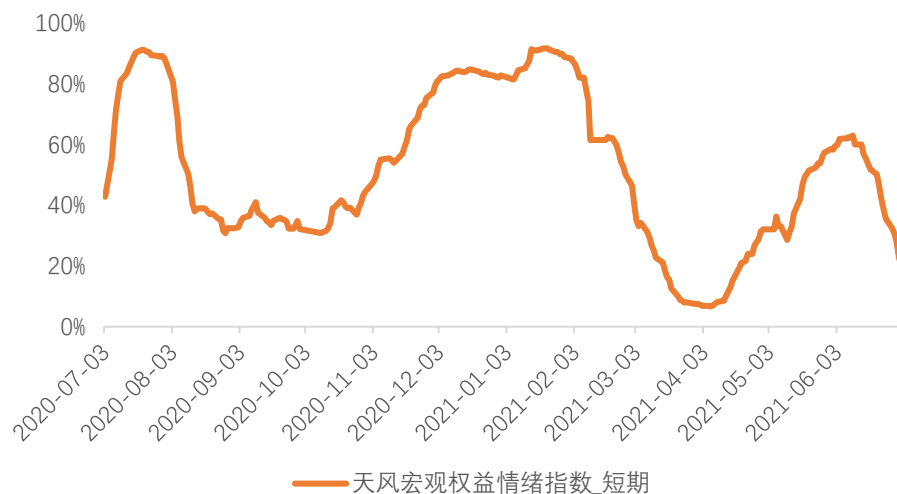
流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

1. 权益：七一后市场情绪大幅下降

6月制造业 PMI 连续 3 月回落，经济复苏已经确认第二个顶部，开始温和回落，但仍有韧性。市场进入业绩拐点观察期，由于高景气行业（如新能源与 CXO 等）的乐观盈利预期已有定价，因此市场对于流动性和风险因素相对敏感。

在没有明显风险事件触发的情况下，市场在七一之后的情绪出现大幅下降。7 月第 1 周，权益市场短期情绪指数快速下降至 20% 分位左右。情绪大幅回落可能与担忧流动性环境收紧有关。流动性方面，7 月第 1 周流动性溢价与上周基本持平，6 月相较 5 月中枢上升 5%，整体流动性环境依然中性偏松。我们在报告《当下需要杠铃策略》中认为“下半年国内流动性既不能大幅收紧，也不会大幅放松，大概率还是维持现状”。

图 4：七一之后情绪指数快速回落



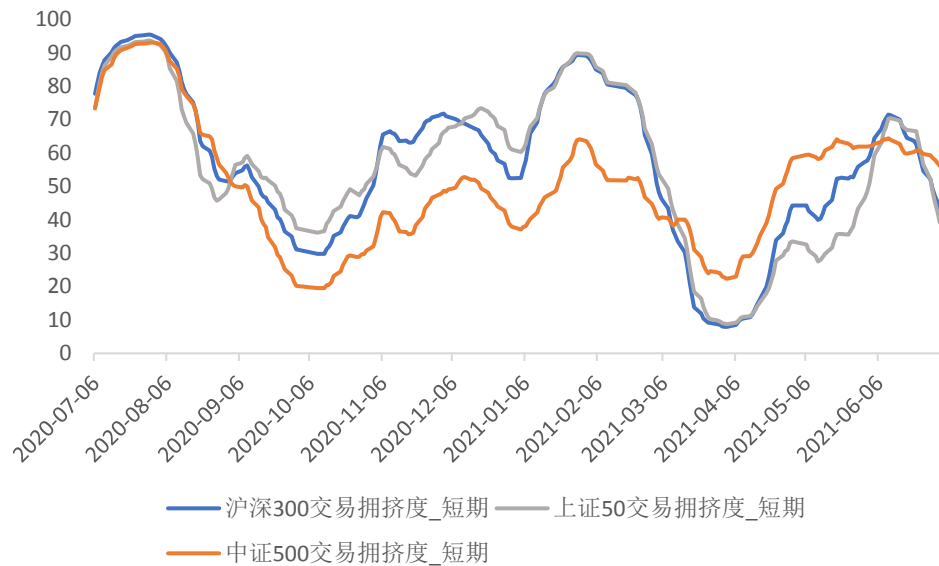
资料来源：Wind，天风证券研究所

7 月第 1 周，成长、金融、周期、消费分别下跌 0.77%、3.75%、2.86% 和 1.50%。估值更高的大盘股（上证 50 和沪深 300）比中盘股（中证 500）回撤更多，分别下跌 3.03%、3.59% 和 2.28%（见图 1）。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】。

7 月第 1 周，南向资金净流出 80.95 亿港元。恒生指数的风险溢价维持在 33% 分位左右，指数层面性价比有限。

中证 500 期货的期现差回升至 70% 分位，上证 50 和沪深 300 期货的期现差继续下降，处于 16% 和 27% 分位，衍生品市场在大盘蓝筹和中盘股上的情绪分化严重，对中盘股相对乐观，而对大盘蓝筹转为谨慎。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度分别下降至 39% 和 43% 分位，而中盘股拥挤度仍处在中位数上方（56% 分位）。

图 5：中盘拥挤度显著低于大盘蓝筹（单位：百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 债券：流动性维持中性，信用溢价快速回升

6月DR007均值较5月上升17bp，6月新增专项债发行量有所提速，净融资额基本与5月持平。

7月第1周，流动性溢价与上周基本持平（45%分位），流动性维持在【中性略偏松】水平。中长期流动性预期维持在历史高位（84%分位），未来流动性环境收紧的预期较强。期限利差处于较高水平（79%分位）。流动性溢价基本维持不变，但信用溢价开始快速回升（41%分位），反映市场对于信用风险释放的担忧正在上升。随着经济复苏放缓和防风险政策持续，信用溢价后续走阔概率较高。

7月第1周，债券市场的情绪降温，利率债和信用债情绪进入【中性偏悲观】区间。国债、信用债和可转债的短期交易拥挤度处于31%、40%和54%分位。

3. 商品：高油价导致 OPEC+ 成员国内部分歧加大

7月第1周主要工业企业开工率大幅回调。工业品价格涨跌互现，黑色系商品的表现出现小幅反转，螺纹钢和热轧卷板超跌反弹，而煤炭价格开始回调。进入淡季，黑色线材需求下降仍在持续；板材需求低位改善，供给关注限产政策变化。钢企的开工率下降幅度大于煤企，下游产能受限，煤炭需求本周回落较快，库存开始累积。后续的变化要关注产能的恢复情况。

7月第1周，美元小幅走高而美债实际利率有所下降，大宗商品的金融属性下降后维持不变。黄金震荡偏强，7月第1周上涨0.38%收于1787.30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维持在中位数附近，市场情绪中性。

7月第1周，布油上涨0.78%至75.97美元/桶。美国出行需求恢复，叠加进入夏季能源需求旺季，美国原油及石油产品库存继续回落，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。7月OPEC+大会出现两次暂停，高油价导致OPEC+成员国内部分歧，部分成员国已经开始按捺不住增产的冲动。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升到5%以上，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期比较稳定。

7月第1周，能化品指数的风险溢价小幅回升至10%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下降至16%，估值回到【贵】的区间内。

4. 汇率：美元指数震荡偏强

短期美欧央行对宽松态度分化支撑美元震荡偏强。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。

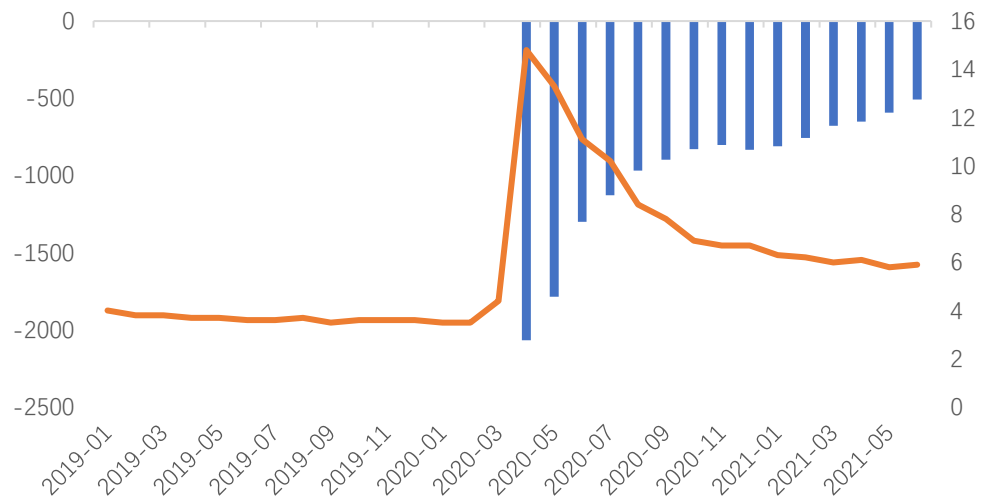
7月第1周，美元兑人民币（在岸）窄幅震荡，收于6.47。人民币的短期交易拥挤度下降至中位数下方，北向单周净流出超157亿，全球资金周度小幅净流入中国股票和债券的资金，金融市场资金流向对人民币汇率影响中性偏空。与今年美元走势相对应，人民币今年双向波动，中期可能随美联储QE Taper 临近而小幅贬值（详见《汇率双向市》）。

5. 海外：非农数据矛盾，市场卖出事实并给出偏松定价

美国6月非农就业超预期增加85万，但是失业率回升0.1%至5.9%，而劳动参与率持平，非农数据出现矛盾，整体依然是较快改善。从新增非农就业数据推算，去年4月由疫情导致的2068万非农就业缺口已经弥补了75.4%，进一步接近了美联储进行Taper的就业条件。

但是超预期的非农数据公布后，美元指数和10Y美债利率均出现回落，一方面是前一天ADP就业数据公布后市场已经对非农超预期已部分有定价，数据公布后市场sell the fact，另一方面，失业率低于预期，因此市场给出了偏松的定价。

图6：非农就业缺口继续弥补，但失业率小幅回升



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_20553

