

风险定价-流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存

证券研究报告

2021 年 07 月 12 日

7 月第 3 周资产配置报告

7 月第 2 周各类资产表现：

7 月第 2 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨 1.44%，成交额 5.4 万亿，成交量再次回升。一级行业中，有色金属、国防军工和基础化工涨幅靠前；医药、食品饮料和消费服务等表现靠后。信用债指数上涨了 0.30%，国债指数上涨了 0.59%。

7 月第 3 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场风格体现了流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存

债券——流动性溢价降至较宽松区间

商品——OPEC+减产协议内部松动抑制油价上行

汇率——美国经济出现疲态，美元指数向上承压

海外——服务业数据不及预期导致美股 Risk-off

风险提示：疫情再爆发；经济增速回落超预期；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

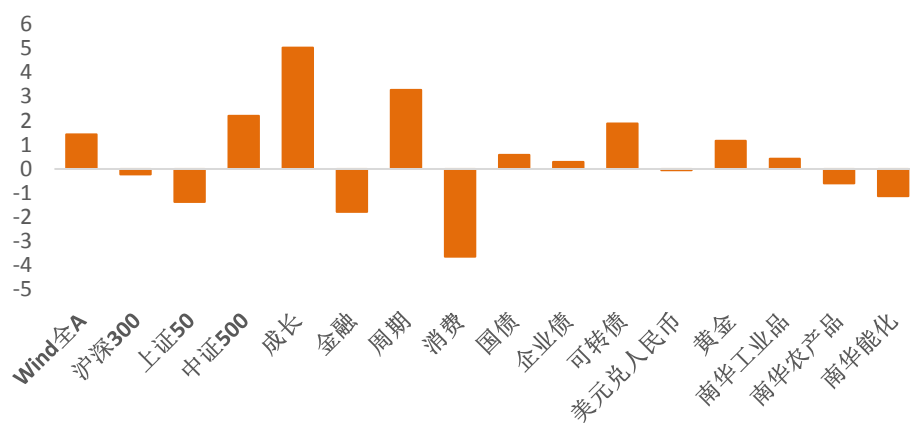
相关报告

1 《宏观报告：看懂的降准，怎么应对》 2021-07-11

2 《宏观报告：风险定价-近期情绪和流动性如何变化-7 月第 2 周资产配置报告》 2021-07-05

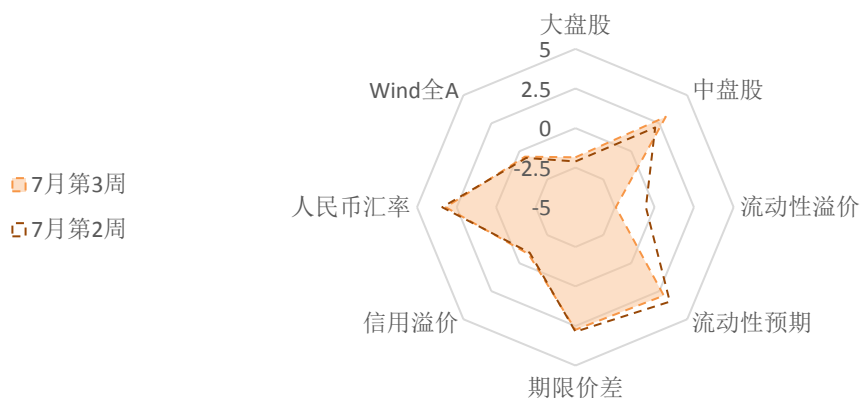
3 《宏观报告：当下需要杠铃策略》 2021-07-05

图 1：7 月第 2 周各类资产收益率(%)



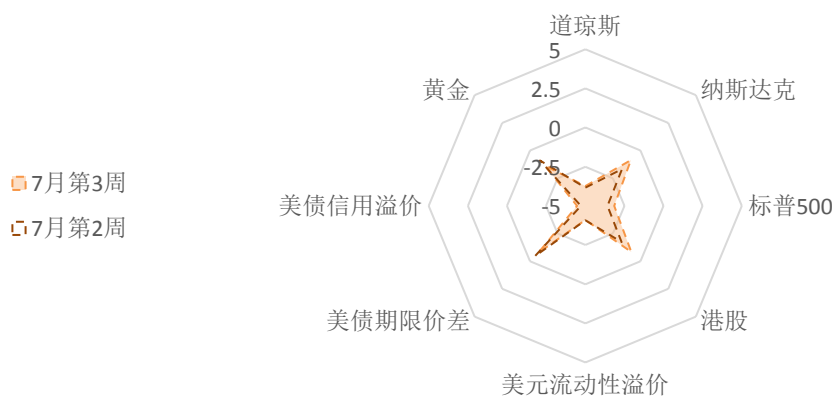
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 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 3：7 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：市场风格体现了流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存

6 月 M2 同比 8.6%，回升 0.5%，但 M1 同比创 14 个月以来的新低，M1 和 M2 增速的剪刀差拉大反映企业经营需求恢复偏弱，印证了当前经济复苏已经温和放缓。降准进一步减轻了分母端的压力，未来一段时间将以分子端的景气变化为主。

7 月第 2 周，成长和周期上涨 5.03%、3.27%，金融和消费下跌 1.77%、3.63%，市场风格体现了流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存。大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌 1.37%、0.23%、中盘股（中证 500）上涨 2.20%（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 的估值进一步下降，进入【便宜】的区间。金融估值【便宜】，成长估值【较便宜】，周期估值【中性偏便宜】，消费估值【中性偏贵】。

7 月第 2 周，南向资金净流出 133.05 亿港元。恒生指数的风险溢价回升至 42%分位左右，指数层面性价比向中性方向回升。

中证 500 的期现价差维持在 70%分位，上证 50 和沪深 300 的期现价差继续下降，处于 15%和 21%分位，大盘股和中盘股的市场情绪严重分化，市场对中盘股相对乐观而对大盘股保持谨慎。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度分别下降至 22%和 32%分位，而中盘股拥挤度仍处在中位数附近。

2. 债券：流动性溢价降至较宽松区间

7 月 9 日，央行宣布 7 月 15 日全面降准 50bp，释放约 1 万亿资金，部分置换 MLF 到期，并对冲 7 月下旬缴税的资金缺口。根据央行答记者问的内容，稳健货币政策取向没有发生改变。

7 月第 2 周，流动性溢价快速从上周的 45%分位下降到了 25%分位，流动性在 7 月 7 日国常会宣布适时运用降准工具之后回到了【较宽松】的水平。中长期流动性预期也开始下降（目前处在 79%分位），未来流动性环境收紧的预期开始减弱。期限利差处于较高水平（77%分位），未来期限结构可能会有所走平，长端利率债的性价比【较高】。信用溢价维持在（41%分位），目前信用债整体仍然处在【中性偏贵】的位置。流动性溢价回落，但是经济复苏放缓和防风险政策持续，信用溢价依然易上难下。

7 月第 2 周，债券市场的情绪回升，利率债和信用债的短期拥挤度向中位数靠拢（分别处于 45%和 40%分位），转债的拥挤度也处在中位数附近（47%分位）。

3. 商品：OPEC+减产协议内部松动抑制油价上行

7 月第 2 周，主要工业行业开工率有所分化，焦炉和钢厂的开工率 V 型回升，但 PTA 和半钢胎的开工率仍保持在低位。工业品价格涨跌互现，黑色系商品继续分化，螺纹钢和热轧卷板延续反弹态势，而煤炭价格仍在回调。进入淡季，黑色线材和板材需求都在回落，部分地区钢厂接到压减产量的通知，供给端需要继续关注限产政策变化。

7 月第 2 周，美元冲高回落，美债实际利率震荡偏弱，大宗商品的金融属性维持稳定。7 月第 2 周，伦敦金现上涨 1.17%收于 1808.19 美元/盎司。铜的基本面逐渐到了供需矛盾边际缓解的时点，目前处在震荡区间。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维小幅回升至 55%，市场情绪偏中性。

7 月第 2 周，布油震荡下跌 0.77%至 75.58 美元/桶。美国服务业 PMI 不及预期，以及阿联酋可能单方面增产，前半周原油价格大幅回调。周四后随着 EIA 公布美油库存回落超预期，油价重新反弹但没能收复本周跌幅。高油价下 OPEC+减产协议出现内部松动，各成员国财政平衡线不同决定了高油价下的增产诉求不同。美国页岩油供给恢复的边际变化也是定价的主要因素。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维持在 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 2 周，能化品指数的风险溢价小幅维持在 10%分位，目前估值【贵】；工业品指

数的风险溢价处于历史低位，估值【极贵】；农产品指数的风险溢价下降至 11%，估值【贵】。

4. 汇率：美国经济出现疲态，美元指数向上承压

短期美欧央行对宽松态度分化支撑美元中期震荡偏强。但是本周美国公布的 ISM 服务业 PMI 不及预期，经济复苏的持续性不足开始受到关注。美欧经济的增速差仍在收敛，美国通胀压力大于欧洲，美元快速上涨至 93 以上面临阻力。

7 月第 2 周，美元兑人民币（在岸）窄幅震荡，收于 6.48。人民币的短期交易拥挤度下降至较低位置，北向单周净流入 83.19 亿，全球资金周度流入流出中国股票和债券的资金基本持平，金融市场资金流向对人民币汇率影响中性。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《汇率双向市》）。

5. 海外：服务业数据不及预期导致美股 Risk-off

美国 6 月 ISM 服务业 PMI 从上月的 64.0 跌至 60.1，Markit 服务业 PMI 从上月的 70.4 下降到 64.6。作为美国经济复苏下半场的主要驱动，服务业恢复增速减弱令市场开始担忧复苏的持续性，市场的风险偏好出现下降，10Y 美债利率和美股（特别是价值股）同时下跌。

需求回落、生产放缓的种种迹象表明，历史最快的复苏可能正在演变成历史最快结束的复苏，财政刺激到期后的“戒断反应”正在到来，已经进入财政货币化的美国政府想要回归政策正常化难度不小。（详见《历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》）

7 月第 2 周，10Y 盈亏平衡通胀预期较上周小幅下降 5bp，10Y 实际利率下降 2bp 至 -0.91%，10Y 美债名义利率回落至 1.37%。美债期限溢价小幅降至 42%分位。美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 10%分位和 5%分位以下的低位。

7 月第 2 周，标普 500 和道琼斯的风险溢价小幅回升，处于过去十年的 19%和 13%分位（分别处于中位数下 1.11 和 0.94 个标准差），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_20653

