

风险定价-关注 7 月底美国债务上限豁免到期对市场的影响

证券研究报告

2021 年 07 月 27 日

7 月第 5 周资产配置报告

7 月第 4 周各类资产表现：

7 月第 4 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨 0.71%，成交额 5.9 万亿，成交量维持在较高水平。一级行业中，国防军工、钢铁、汽车涨幅靠前；计算机、消费者服务和医药等表现靠后。信用债指数上涨了 0.19%，国债指数上涨了 0.31%。

7 月第 5 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——市场情绪还在低位，成长股拥挤度在高位

债券——流动性溢价维持较宽松水平

商品——油价波动极大

汇率——风险资产 risk-off，美元略偏强

海外——关注 7 月底美国债务上限豁免到期对市场的影响

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

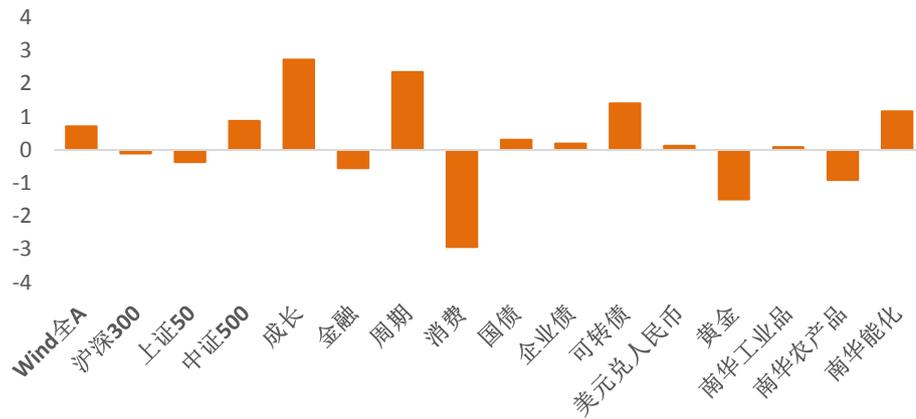
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：如何看待高景气行业的景气度走势？——6 月行业景气度更新》 2021-07-22
- 2 《宏观报告：风险定价-成长股的短期拥挤度接近年初消费股的拥挤水平-7 月第 4 周资产配置报告》 2021-07-20
- 3 《宏观报告：7 月资产配置报告》 2021-07-20

图 1：7 月第 4 周各类资产收益率(%)



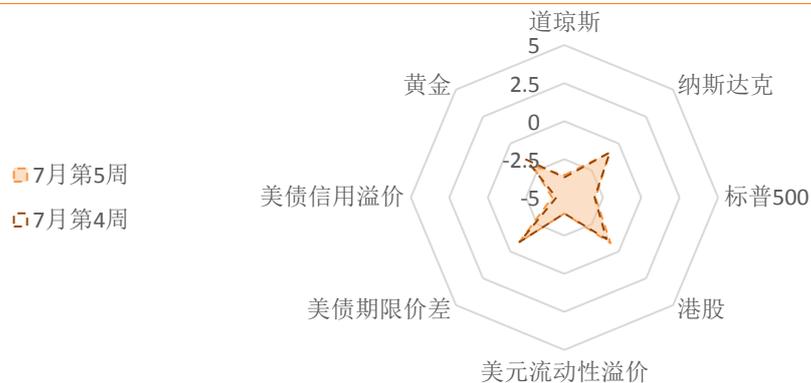
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 月第 5 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 5 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：市场情绪还在低位，成长股拥挤度在高位

7 月第 4 周，成长和周期上涨 2.73%、2.36%；消费和金融下跌 2.93%、0.55%，结构分化进一步拉大。流动性溢价维持在 24%分位左右的较低位置，流动性预期回升至 70%分位，

小幅转紧。大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌了 0.37%、0.11%，中盘股（中证 500）上涨 0.88%（见图 1）。Wind 全 A 的风险溢价小幅回升，目前处在【中性】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，处在【便宜】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】。

7 月第 4 周，A 股整体市场情绪并不乐观，虽然较上一期有小幅回升，但目前仍处在 20%分位以下的较低位置。衍生品市场继续对中盘股偏乐观、对大盘股保持谨慎。中证 500 的期现价差下降到 63%分位，上证 50 和沪深 300 的期现价差处于 26%和 51%分位。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度维持在 20%和 34%分位的较低位置，而中盘股的拥挤度维持在 57%分位的中性偏高位置。

板块方面，成长的短期交易拥挤度小幅上升至 81%分位，接近今年 1 月底消费的拥挤度水平（85%分位）。当前消费和金融的短期交易拥挤度较低，周期的拥挤度处于中高水平。

南向资金净流出 173 亿港元。恒生指数的风险溢价回升至 42%分位左右，指数层面性价比仍中性偏低。

2. 债券：流动性溢价维持较宽松水平

截止 7 月 23 日，地方政府专项债新发 3391.54 亿元，净融资额 2721.53 亿元，相较 6 月没有明显的提速。7 月第 4 周，央行公开市场操作完全对冲到期量，流动性溢价维持在 24%分位附近，流动性溢价维持在【较宽松】的水平。降准后流动性短期内维持宽松的确定性较高。中长期流动性预期与上周基本持平，未来流动性收紧的担忧有所缓解。

期限利差小幅回升（77%分位），未来期限结构大概率走平，当前长端利率债相对短端的性价比仍然更高。信用溢价与前期持平（38%分位），目前信用债整体仍然处在性价比较低的水平。

7 月第 4 周，债券市场的乐观情绪继续回升，利率债的短期拥挤度快速上升至 74%分位，信用债的短期拥挤度也在站上中位数（61%分位），转债的拥挤度快速上升到 68%分位。

3. 商品：油价波动极大

7 月第 4 周，主要工业行业开工率涨跌互现。钢厂、半钢胎和 PTA 开工率回升，高炉开工率回落。工业品价格多数上涨，黑色系商品普涨，螺纹钢和热轧卷板延续上涨态势，煤炭价格继续反弹。

虽然 7 月第 4 周的钢厂开工率已经创下了 3 月唐山限产之后的新高，但其他地区的限产政策已经开始逐步落实：山东明确要求粗钢产量不超过 7650 万吨，较去年减少 344 万吨。江苏部分钢厂开始执行减产计划，全省范围内的控产也将陆续开始。7 月上旬已有安徽、甘肃等地出台文件要求 2021 年粗钢产量不得超过去年，后续有可能在全国范围压降粗钢产量。钢材消费端进入淡季，目前螺纹钢和热轧卷板的表观消费量偏弱。

7 月第 4 周，伦敦金现下跌至 1802.05 美元。铜的基本面逐渐到了供需矛盾边际缓解的时点，加工费继续回升，铜价目前处在震荡区间。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度维持在 56%分位，市场情绪中性略偏乐观。

7 月第 4 周，油价波动极大，最终收于 74.19 美元/桶。OPEC+增产协议超预期和欧美疫情反复带动油价下跌后，美油生产数据不及预期再刺激油价反弹。虽然本周美国原油库存继续小幅回升，但高油价下美国页岩油供给恢复仍慢，本周美国原油产量维持在前周水平（1140 万桶/天），产能利用率也有小幅下降。页岩油供给的边际变化是影响油价的重要因素。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上升至 5.8%，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期有所加强。

7 月第 4 周，能化品指数的风险溢价维持在 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维持在 12%分位，估值【贵】。

4. 汇率：风险资产 risk-off，美元略偏强

7月第4周，欧洲地区因极端降雨天气遭遇重大洪灾，欧央行 PEPP 至少持续到明年3月。Delta 病毒在全球范围内传播提速，市场出现了一定程度上的 risk-off。疫情反复加上经济数据摇摆，预计7月 FOMC 会议上不会释放 Taper 的预期。综合影响下，美元指数窄幅震荡，但略偏强。美欧经济的增速差仍在收敛，但收敛的速度开始减慢。

7月第4周，美元兑人民币（在岸）继续在 6.50 附近窄幅震荡。人民币的短期交易拥挤度维持在低位（10%），北向单周净流入 118.22 亿，全球资金周度小幅净流入中国股票和债券，金融市场资金流向对人民币汇率影响中性偏利好。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：关注7月底美国债务上限豁免到期对市场的影响

全球第三波疫情愈演愈烈，现有的疫苗注射并没有办法完全结束 Delta 病毒高传播率的问题，美国单日确诊数再度超过 5 万，成为全球单日确诊数最高的国家。叠加美国 Markit 服务业 PMI 从一个月前的 64.6 降至 59.8，市场对美国经济复苏的持续性的担忧增强，避险情绪开始上升。标普 500 指数 3 个月远期看跌期权相对于同期的看涨合约的隐含波动率，达到了 2018 年以来的最高水平。

关注 7 月底美国国债上限豁免到期对市场的可能影响。目前国会还没有批准美国债务上限提高，如果月底债务上限不能提升，会加大市场对经济复苏的担忧，短期带来更大程度的 risk-off。

美股依然维持上涨，流动性极其宽松并且持续预期较强是主要原因。目前看来美欧流动性维持宽松的局面短期不会改变。实际利率小幅下降至 -1.05%，10Y 盈亏平衡通胀预期较上周回升 2bp，10Y 美债利率回落至 1.30%。

7月第4周，美债期限溢价维持在 42%分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 10%和 5%附近的历史低位。标普 500 和道琼斯的风险溢价分别处于过去十年的 20%和 15%分位（分别处于中位数下 1.05 和 0.88 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_22429

