

风险定价- 流动性溢价降至一年最低

证券研究报告

2021年08月10日

8月第2周资产配置报告

8月第1周各类资产表现：

8月第1周，美股指数多数反弹。Wind全A上涨了2.34%，成交额6.7万亿，成交量并没有明显下降。一级行业中，国防军工、汽车和建材涨幅靠前；电子、钢铁和传媒等表现靠后。信用债指数上涨了0.17%，国债指数上涨了0.25%。

8月第2周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——结构性行情继续，波动上升

债券——跨月缴税过后流动性溢价迅速回落至一年最低

商品——Delta病毒扩散加大通缩预期

汇率——非农超预期带动紧缩预期

海外——二季报业绩超预期，美股风险溢价有所改善

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

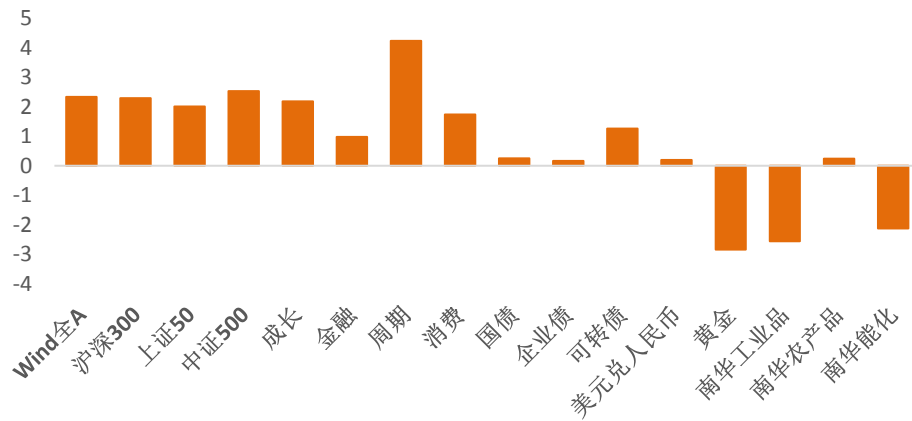
宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

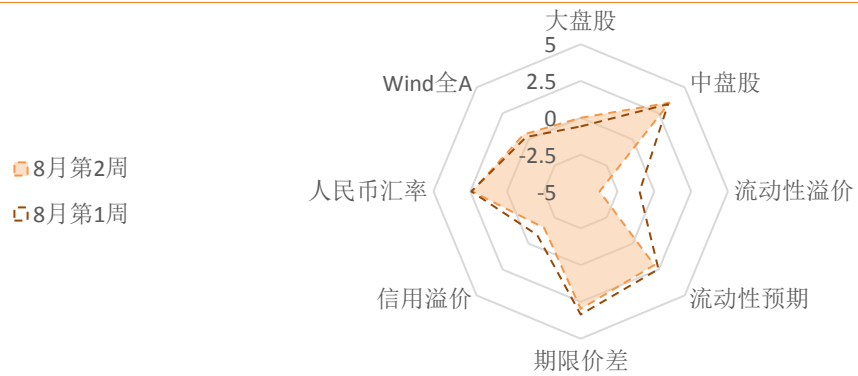
- 1 《宏观报告：宏观-现在仍然是对债市最好的时候》2021-08-05
- 2 《宏观报告：为什么市场对美债的判断连续出错？-为什么市场对美债的判断连续出错？》2021-08-05
- 3 《宏观报告：风险定价-巨震后市场赔率在什么位置？-8月第1周资产配置报告》2021-08-03

图 1：8 月第 1 周各类资产收益率(%)



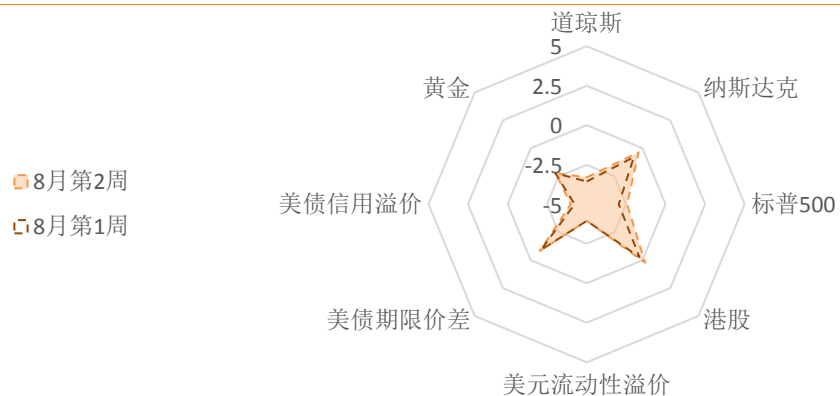
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 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 3：8 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：结构性行情继续，波动上升

8 月第 1 周，A 股继续反弹，Wind 全 A 周上涨 2.34%。流动性宽松和结构性紧信用的环境下，结构性行情仍在继续，但是结构高度分化和美债利率反弹使得 A 股波动继续上

升。

730 政治局会议要求“做好跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接”，对稳增长的诉求有所提升，财政“推动今年底明年初形成实物工作量”，今年底财政发力、信用扩张的预期明显提升。

8 月第 1 周，**金融迎来了久违的反弹（上涨 4.24%）**，周期和成长分别上涨了 1.74% 和 0.98%，消费小幅反弹 0.25%。市值因子的分化不大，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 2.54% 和 2.01%，中盘股（中证 500）上涨了 2.18%（见图 1）。北向资金周净流入 100 亿，悲观情绪随着 A 股反弹有所缓解，净流入前三为迈瑞医疗、三一重工、中国平安，北向风格仍偏价值。

Wind 全 A 的风险溢价与上周基本持平，维持在【中性】上方（见图 2）。上证 50 风险溢价百分位回升 6%，目前估值回归【中性】，沪深 300 风险溢价百分位上升 3%，估值也处在【中性】，中证 500 风险溢价继续回升，估值处在【便宜】区间（85%分位）。**金融估值目前【很便宜】（90%分位）**，成长估值【便宜】（73%分位），周期风险溢价与前期持平，估值【中性偏便宜】，消费风险溢价回升 5%，估值处在【中性】上方。

8 月第 1 周，**A 股整体市场情绪仍不乐观，连续三周在 10-20%分位的较低区间内波动**。衍生品市场继续对中盘股偏乐观、对大盘股中性偏谨慎。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度维持在较低水平，而中盘股的拥挤度小幅回升至中性偏高水平。

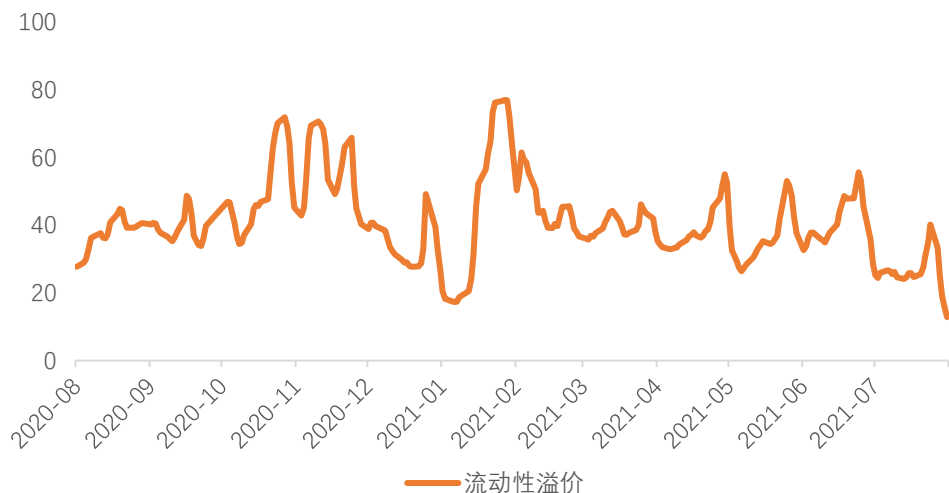
板块方面，**成长的短期交易拥挤度小幅下降至 76%分位，目前仍较为拥挤**。当前消费和金融的短期交易拥挤度维持在 10-12%分位左右的低位；周期的拥挤度小幅上升，目前处于中高水平（71%分位）。

南向资金净流入 17.23 亿港币，南向净流出告一段落，但目前情绪仍然悲观。恒生指数的风险溢价已经回升到中位数以上，估值中性略便宜。

2. 债券：跨月缴税过后流动性溢价迅速回落至一年最低

8 月第 1 周，央行公开市场操作净回笼 400 亿，月末缴税的流动性需求过后，流动性溢价快速回落到 13%分位，处在过去一年以来的低位。期限利差继续维持在高位（80%分位），未来期限结构走平的概率较高，当前长端利率债相对短端的性价比仍然更高。信用溢价较前期有所回落（35%分位），目前信用债整体性价比中低。

图 4：跨月缴税时点过后流动性溢价迅速回落（单位：百分位）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：流动性溢价越低代表当前流动性越松

8 月第 1 周，地方专项债新发行 190.62 亿元，净融资额 181.62 亿元，速度不及 7 月平均水平（周平均新发超过 800 亿）。下半年流动性维持较宽松的概率较高。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。

8月第1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93%分位，长端利率债的交易已经拥挤，受疫情和美债影响，短期波动可能加大。信用债的短期拥挤度维持在中高位置（77%分位），转债的拥挤度快速上升到80%分位。

3. 商品：Delta 病毒扩散加大通缩预期

8月第1周，工业品价格涨跌互现。螺纹钢和热轧卷板的表观消费量继续维持偏弱态势，政治局会议纠正运动式减碳的政策预期影响，黑色系出现分化，螺纹钢和热轧卷板开始调整，煤炭价格继续反弹。但各地限产行动还在进行，目前钢材库存处在较高位置，给供给侧限产留下空间。预计下半年钢材生产会在“保供”与“限产”中间寻找平衡。

铜、铝价格震荡偏弱，锌价震荡略偏强。铜价仍在震荡区间，铜的基本面正在经历供需平衡的拐点，加工费继续回升。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅回落至66%分位，市场情绪维持较乐观。

8月第1周，布伦特油价大跌6.5%，收于70.5美元/桶。7月欧佩克原油产量环比增42万桶/日，兑现每月40万桶的增产承诺。Delta 病毒传播加速，原油需求端的压力上升。8月第1周美国单周累积确诊病例超77万，创今年2月第1周以来的新高。页岩油供给恢复仍慢，7月30日当周，美油产量维持在1120万桶/天，产能利用率小幅下降。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4%附近，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期没有变化。

8月第1周，能化品指数与工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【极贵】；农产品指数的风险溢价维持在14%分位，估值【贵】。

4. 汇率：非农超预期带动紧缩预期

美国7月非农就业人口增加94.3万人，服务业就业改善强劲。美联储理事Christopher Waller称如果8、9月新增就业80万左右即符合“实质性进展”，美联储可能在9月宣布Taper。非农数据强劲和Waller讲话让市场预期Taper临近，美元和美债开始反弹。8月第1周，美元指数上涨0.74%。美元指数上升，叠加Delta 病毒传播加速，风险偏好承压。美国实际利率回升近10bp，黄金跌2.84%，收于1763美元。COMEX 黄金非商业净多头持仓占比目前处在55%历史分位，拥挤度中性。

美元兑人民币（在岸）小幅上涨，收于6.48。人民币的短期交易拥挤度继续回升（19%），北向单周净流入近百亿，全球资金再次转为小幅净流出（周度）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。与今年美元走势相对应，人民币今年双向波动，未来可能随美联储Taper临近而小幅贬值。

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_25004

