

风险定价-Taper 靴子落地

证券研究报告

2021 年 08 月 30 日

9 月第 1 周资产配置报告

8 月第 4 周各类资产表现：

8 月第 4 周，美股指数多数上涨。Wind 全 A 上涨了 2.44%，成交额 6.7 亿元，成交量回升明显。一级行业中，煤炭、有色和钢铁涨幅靠前；农林牧渔、银行和家电等表现靠后。信用债指数上涨了 0.02%，国债指数下跌了 0.06%。

9 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——北向资金波动较大

债券——专项债已完成全年发行计划的 50%

商品——供给因素继续影响油铜价格

汇率——Jackson Hole 会议未超预期，Taper Talk 靴子基本落地

海外——美股仍在较高波动期

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

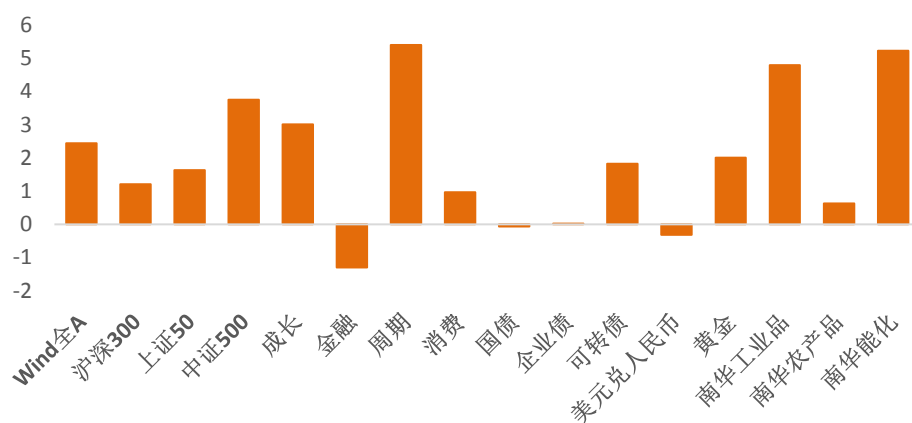
相关报告

1 《宏观报告：风险定价-杠杆策略发挥作用-8 月第 4 周资产配置报告》
 2021-08-24

2 《宏观报告：8 月资产配置报告》
 2021-08-19

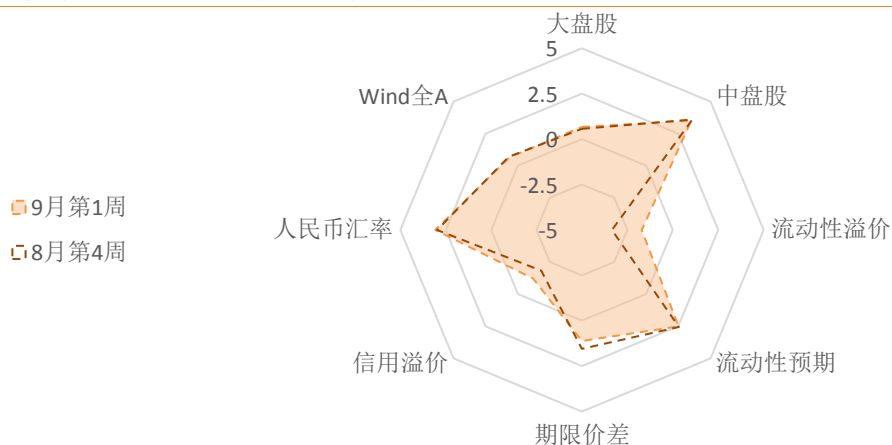
3 《宏观报告：宏观-7 月数据全线回落——疫情洪涝还是内生压力？》
 2021-08-17

图 1：8 月第 4 周各类资产收益率(%)



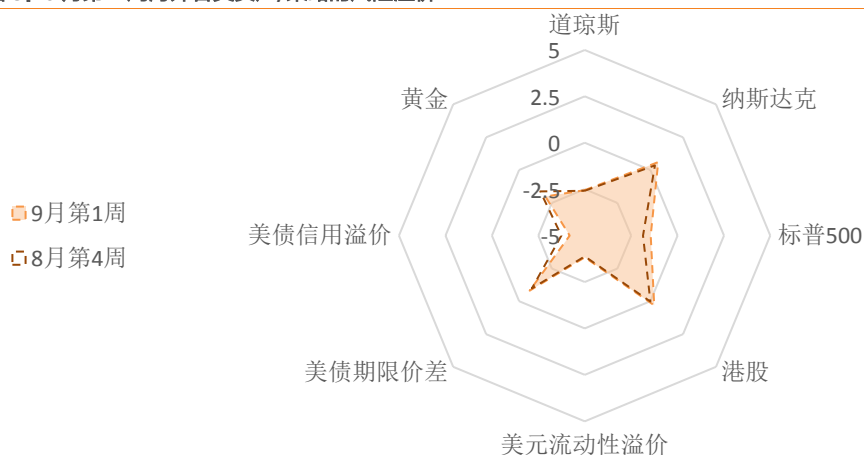
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9 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 3：9 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：北向资金波动较大，A 股大概率维持高波动

8 月第 4 周，A 股有所反弹，Wind 全 A 周上涨 2.44%。周期、成长、消费分别上涨了 5.40%、3.01%、0.96%，金融 8 月以来的反弹暂告一段落（下跌 1.29%）。中盘股继续占优，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 1.64%和 1.21%，中盘股（中证 500）上涨了 3.76%（见图 1）。

A 股整体市场情绪小幅好转，但目前仍处在 10%分位的历史低位。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度回升至 19%和 28%分位；中盘股的拥挤度也小幅上升至 58%分位。衍生品市场对中盘股的乐观情绪有所降温（中证 500 基差下降到 36%分位），对大盘股情绪保持悲观（沪深 300 和上证 50 基差分别处在 13%和 26%分位的较低位置）。

流动性宽松和结构性紧信用的环境下，中期结构性行情还将持续。板块拥挤度方面，从高到低的排序依然是周期>成长>金融>消费。其中周期+成长和消费的短期交易拥挤度差异已经处在历史最高水平附近。

Wind 全 A 的相对估值水平维持【中性】（见图 2）。上证 50 与沪深 300 的估值【中性偏便宜】，中证 500 的估值【较便宜】。金融估值【很便宜】（92%分位），成长估值【便宜】（72%分位），周期与前期持平（57%分位），消费维持【较便宜】。

北向资金周净流入 179.97 亿，再次转向偏乐观，北向波动较大，短期内 A 股大概率维持高波动。南向资金净流出 47.95 亿港元，恒生指数的风险溢价处在中位数附近，性价比一般。

2. 债券：专项债已完成全年发行计划的 50%

8 月第 4 周，新增专项债发行 1149.13 亿元，净融资额 972.95 亿元，截止 8 月底，专项债刚刚完成全年发行计划的 50%。央行逆回购净投放 1200 亿，为跨月流动性需求和专项债发行提速提供支持。**专项债发行提速叠加跨月流动性需求较大，流动性溢价回升至 33%分位。**DR007 的价格上升较快，但 1 年期银行存单价格仍处在政策利率（MLF）下方较多，预计跨月后流动性溢价将再次下降，流动性环境维持宽松。**中长期流动性预期与上周基本持平。**

8 月第 4 周，期限溢价继续下降（61%分位），信用溢价继续回升（38%分位）。

8 月第 4 周，受监管限制银行理财摊余成本法的影响，**债券市场的乐观情绪降温**，利率债的短期拥挤度回落至 78%分位，但长端利率债的交易仍然拥挤。信用债的短期拥挤度下降至 56%分位，转债的拥挤度下降至 78%分位。

3. 商品：供给因素继续影响油铜价格

8 月第 4 周，工业品价格多数上涨。螺纹钢的表观消费量小幅回升，热轧卷板的表观消费量有所回落，粗钢压产对钢价有一定支撑。8 月 23 日，甘其毛都口岸暂停蒙煤进口两周，煤炭价格维持强势，粗钢产量下降预期对焦煤形成压力。

9 月 1 日第三批国储铜开始投放，数量大于前两轮，**铜价维持震荡盘整。**加工费回升显示供需拐点已经出现，海外供给受罢工影响给铜价提供支撑。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅回落至 50%分位，市场情绪中性。

8 月第 4 周，油价反弹，布油大涨 9.96%，在上周创下年内最大周跌幅之后，本周又创 2020 年 6 月以来的最大周涨幅。周初墨西哥湾海上平台起火影响 44 万桶/日产量，周末飓风来袭迫使墨西哥湾的海上平台和炼油厂关闭，美国墨西哥湾石油产量减少 59%，天然气产量减少 49%，导致美国和大西洋对岸能源价格飙升。

9 月 1 日将举行 OPEC+部长级会议，预计会继续推进增产计划。8 月第 4 周美国单周累积确诊病例超 109.81 万，Delta 反弹依旧迅猛。当前油价处在高位，但供需缺口还在收窄，警惕油价随着风险偏好再次下行。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小幅上升至 4.2%，**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 4 日，能化品、工业品的农产品的风险溢价都处于历史低位，估值【贵】。

4. 汇率：下半年人民币汇率可能走弱但幅度有限

8 月第 4 周，美元指数下跌 0.83%，收于 92.68。伦敦现货黄金价格小幅上涨 2%，收于 1816.52 美元。COMEX 黄金非商业净多头持仓占比回升至 51% 历史分位，拥挤度中性。

美元兑人民币（在岸）小幅上涨，收于 6.47。人民币的短期交易拥挤度维持在前期的较低水平（26%）。下半年中国经济走弱和货币再宽松，对比美国释放货币边际收敛信号，因此人民币汇率存在有贬值压力。但中国经济周期和政策周期均领先美国，且差异并不显著，预计人民币贬值空间有限。8 月第 4 周，全球流入流出中国股票和债券市场的资金数量（周度）基本持平，金融市场现金流向对人民币汇率影响中性。

5. 海外：Jackson Hole 会议偏鸽，Taper Talk 靴子基本落地

8 月 27 日 Jackson Hole 央行年会上，鲍威尔发表了备受关注的讲话，除了暗示年内缩减 QE 之外，鲍威尔强调了 Taper 时点与加息无关和暂时性通胀等观点，被市场解读为偏鸽。

Jackson Hole 会议前 10Y 美债利率小幅反弹 5bp，在鲍威尔温和的 Taper Talk 和暂时性通胀表态之后，美元指数和美债利率下行，美股和商品上涨。10Y 实际利率回落至 -1.08%，通胀预期反弹至 2.39%。9 月 3 日将公布美国 8 月非农数据，如果数据积极改善，9 月 FOMC 公布具体 Taper 计划的概率较高，需要关注 Taper 开始时间和速度是否符合市场预期。整体而言，Taper 被市场充分预期，影响越来越小。

8 月第 4 周，Delta 病毒扩散的情况仍在加剧。美债期限溢价回升至 42% 分位，美元流动性溢价和信用溢价仍然处在 8% 和 12% 分位的历史低位。

8 月第 4 周，美股情绪被疫情和 Taper 靴子落地来回拉扯，处在较高波动区间。美股估值不是很贵，但性价比也谈不上高，标普 500 和道琼斯的风险溢价仍处在较低位置（36% 和 25% 分位），纳斯达克的风险溢价处在中性附近（见图 3）。美股二季报基本结束，盈利回升的持续性将会受到经济复苏快速结束的考验。

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_25890

