



孙彬彬：怎么理解经济下行 与政策跨周期的交易背景？





宏观：美国债务上限到期需要关注什么？

本次美国政府债务上限提高短期完成可能性并不高，大概率要与新财年的财政计划绑定，预计最早也是在 10 月通过。若能够在财政资金告罄前（11 月）较早得到解决，对金融市场的冲击可能有限。相反，若两党谈判陷入僵局，叠加经济从高位回落，三季度财报可能弱于预期，美股大概率出现 risk off，其中防御性板块（公用事业、房地产）相对抗跌，顺周期板块可能表现不佳。

图 1: 标普 500 分行业表现 (累计收益率)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

债务上限危机期间, 风险偏好下降、国债发行量减少和 TGA 账户压降均有利于收益率下行, 美债利率短期底部可能接近 1%。提高债务上限通过后, 预计 TGA 将快速恢复, 美债利率将出现反弹。

策略: 如何看待风格的剧烈摇摆

1、中证 500 的股债收益差已经接近-2X 标准差, 背后主要是利率的下行、股息率的提升、以及近期股价的下跌。前几次位于-2x 标准差分别是 2020 年 4 月、2019 年 9 月、2018 年 12 月、2016 年 2 月, 都意味着中证 500 没有系统性风险。

2、沪深 300 和上证 50 的股债收益差回落到平均值附近, 春节前, 这两个指数的股债收益差刚好处于+2X 标准差的极值位置, 前两次是 15 年

中和 18 年初，随后债券都进入牛市而沪深 300 和上证 50 都进入熊市。这也是我们在 1-2 月提出“开辟超额收益差新战场”的依据之一。考虑到股债收益差“钟摆运动”的属性，一旦触及极值开始反向运动，不会轻易在均值附近停住，因此当前位置，沪深 300 和上证 50 的性价比可能仍然不高。

3、对于主流赛道而言，景气成长中的新能源车（阈值 3%）、半导体（阈值 8%）、军工（阈值 3%）、光伏（阈值 3.5%）、医药（阈值 2.5%）相对换手率阈值指引意义更大，在历史上突破换手率阈值后，往往随后会对应板块阶段性进入顶部区域。而结合景气度和最新的换手率情况而言，当前半导体（6.8%）与军工（2.7%）换手率位置仍处在历史阈值之下，交易热度层面的性价比更高。

4、5 月底的报告《反弹窗口期前移，持续性关键看两因素，推荐两板块》20210530，我们在超额收益与景气度背离的行业中，重点推荐了【军工电子和原材料】和【半导体】的投资机会。在随后的报告《哪些行业股价偏离了基本面？下半年能否修复？》20210609 中，依据年度行业配置策略的框架，继续强化了【军工电子和原材料】和【半导体】的推荐。

随后 6 月半导体已经成为共识，估值大幅修复，进入了主升浪，5.31-7.30 累计上涨 53.7%，印证了我们此前超额收益与景气度正相关的逻辑。而【军工电子和原材料】在 5.31-7.30 累计上涨 19.2%，考虑基本面预期差，超额收益与景气度仍然有较大程度偏离，因此，当前蓝圈中的

军工板块是吸引力较强的。

固收：理解央行的初心和苦心——二季度央行货币政策执行报告点评

展望未来，货币保持宽松是共识。但是什么样的宽松？这是市场需要理解和合理预期的。

二季度货币政策执行报告体现了央行的初心和苦心。央行的天职是币值稳定，但是促进经济增长和就业又责无旁贷。有的时候这两者是平衡共存，但也有时这两者可能有对应的矛盾。虽然央行在关注经济动能的可持续性，降准支持企业降成本，但与此同时，仍需考虑合理引导社会预期，管控通胀压力。这就意味着在政策运用中，方向是经济决定的，但是央行会考虑一个度的问题。降准不直接增加基础货币，只是影响货币乘数，从而影响货币总体供应，逻辑上，从两个钱袋子角度考虑，避免财政赤字货币，意味着银行越配合，财政越积极，央行就会控制后续宽松的节奏和力度。反之则反是。

如何理解不松不紧、合理充裕？

首先，在跨周期和做好今明两年宏观政策衔接角度，考虑疫情和外围，总体上流动性基本前提是保持稳定，甚至充裕。

其次，合理充裕的同时如何做到不松不紧？央行表述是既不出现流动性紧张，也不过多投放流动性导致资金淤积。

我们认为不松不紧具体表现为两点，一是价格，二是超储。从资金利

率的加权价格变化观察，总体控制偏离政策利率的幅度，不高也不低，有一个区间或者下限；稳定投放控制金融机构的预防性动机之后，维持超储率在一个低位。

展望下半年，市场重点关注地方债发力带来的供给和 MLF 大规模到期压力，按照上述表述，预计央行会有前瞻的安排进行流动性对冲。在对冲的同时，结合央行反复强调要关注价格而非数量，在目前政策利率维持稳定的情况下，预计具体体现就是资金利率仍有下限，下限持平于二季度。

因此，市场利率围绕政策利率波动应该就是央行言行一致的表现，这也意味着当市场利率因为特定原因持续偏离政策利率时，后续的回归总是在所难免。

降成本的政策红利在于央行降准以及通过存款利率定价改革引导负债成本控制，如果银行负债成本能够通过上述方式得到降低，那么央行就会督促银行将政策红利传导至实体经济，这可能意味着未来 LPR 仍有调降的可能，方式上体现为压缩 LPR 加点来实现，这也就意味着降准仍有可能，但 MLF 利率可能不变。

在政策引导之下，银行对于重点区域的信贷投放力度预计会有增加，对非标和信用债净融资收缩形成对冲，下半年需要进一步关注这项政策运用与信用的影响。

总结二季度《货币政策执行报告》，央行整体延续政治局会议的观点，

强调前瞻性、有效性和自主性，并且突出预期管理。虽然考虑疫情和外部因素，在跨周期设计之下未来货币保持数量宽松基本明确，但是我们团队基于后续宏观经济与宏观政策的组合运用判断未来更大可能是量宽价平，央行价格工具可能还是会审慎使用。

后续观察两点：一是后续出现政策是否发力几家抬？二是观察就业。

疫情以来央行多次强调“更加重视就业目标”。具体而言，31个大城市城镇调查失业率是关键。如果本轮疫情导致就业压力加大达到甚至超出年初水平，与此同时几家抬的效果并未体现，预计降息可能性才会上升。

金工：什么变化让模型加配消费？

二次冲击或将来临！

我们上周周报指出：“市场处于震荡格局。展望下周，波动率积聚效应的影响下或将维持宽幅震荡走势。中周期行业配置模型发生重大变化，由周期中上游转为科技加消费，继续重点配置电力设备新能源、半导体和通信，布局医药和白酒等消费板块。”上周 wind 全 A 如期大幅震荡，特别是主流板块振幅明显，最终全 A 指数上涨 2.34%，市值维度上，代表小市值股票的国证 2000 指数上涨 2.94%，沪深 300 上涨 2.29%，创业板指上涨 1.47%；中信一级行业上，上周军工、汽车、建材领涨，军工大涨超过 10%；传媒和钢铁领跌，跌幅均超过 2%。成交活跃度上，中信一级行业中工程机械和医药板块资金流入明显。周期中的钢铁和有色如期调整。

从择时体系来看，我们定义的用来区别市场整体环境的 wind 全 A 长期均线（120 日）和短期均线（20 日）的距离开始缩小，最新数据显示 20 日线收于 5666 点，120 日线收于 5476，短期均线开始位于长线均线之上，两线距离由上期的 3.4% 变化至 3.46%，均线距离超过 3% 的阈值，但我们跟踪的市场赚钱效应指标仍未企稳，因此市场仍处震荡状态。

在我们的择时体系下，市场若处于震荡格局，决定市场短期波动的方向主要取决市场情绪的变化，展望下周，市场进入宏观金融数据披露的高峰期，cpi/ppi 以及金融数据均在下周发布，市场的风险偏好或将有所抑制；重大事件方面：下周重要的事件当属 st 盐湖重新上市，对市场的资金面或将较大的压力，对比 2020 年 7 月 16 日的中芯国际上市，市场当时出现了较大幅度的调整；价量方面，目前市场反弹进入市场成本线的压力区域并开始缩量，也显示后继乏力；因此多方面信号显示整体下周或将迎来一定的压力考验，同时伴随市场调整，成交金额有望进一步萎缩，wind 全 A 指数交易量的大幅萎缩至 9000 亿附近或将才是真正较长周期底部确立的信号。

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_34233

