孙彬彬：如何看待当前政策逻辑与后续市场表现？

意见领袖丨孙彬彬团队

主要内容：

宏观：Taper 渐进，波动持续上升

策略：如何理解财经委会议的主旨

固收：如何理解当前货币政策行为和表现？

金工：反弹或将展开

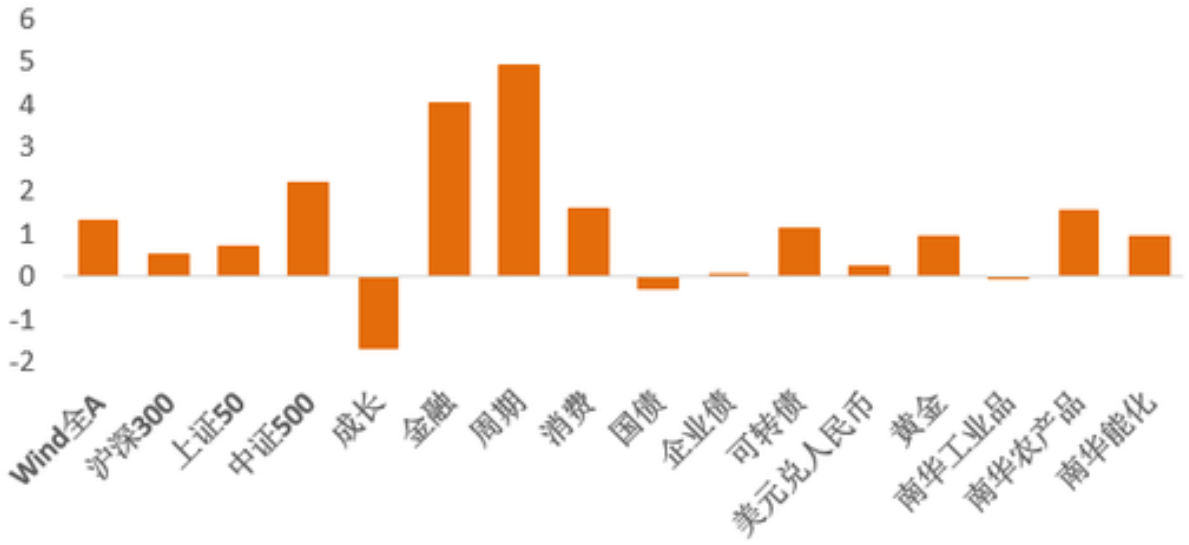
银行：招商银行：业绩增速创近 8 年新高，拓客促活持续推进

地产：如何看地产目前估值修复的持续性

宏观：Taper 渐进，波动持续提升

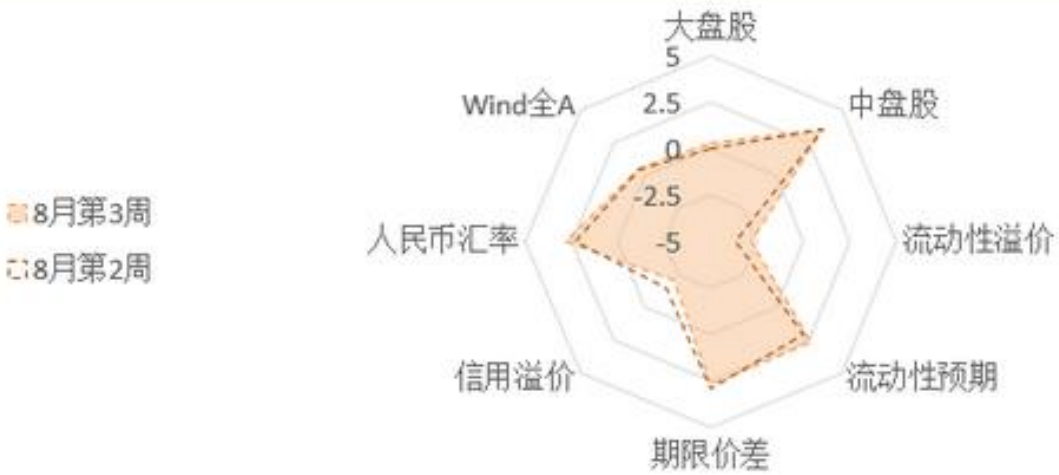
https://www.yunbaogao.cn

图1：8月第2周各类资产收益率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

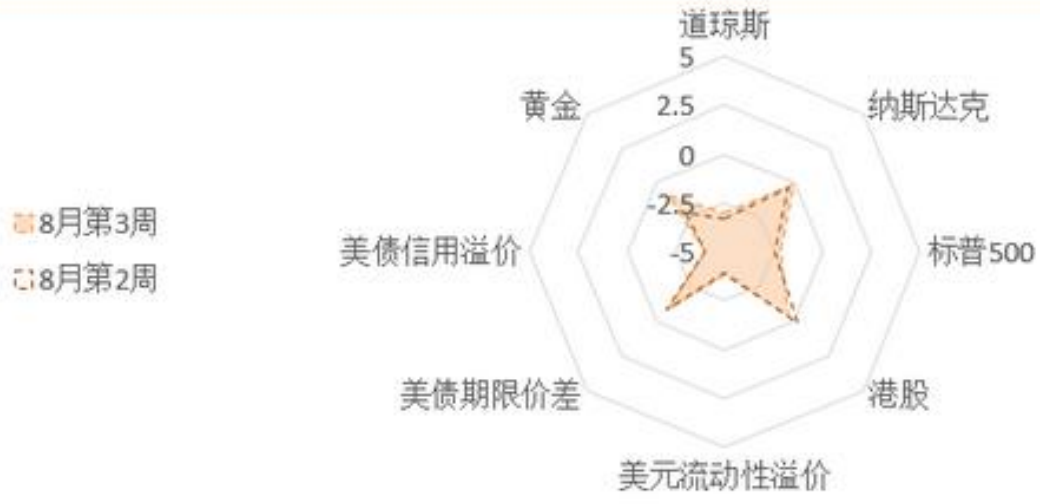
图2：8月第3周国内各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

https://www.yunbaogao.cn

图 3：8 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。

1.1． 权益：结构性行情继续，波动持续上升

8 月第 2 周，A 股继续反弹，Wind 全 A 周上涨 1.29%。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。市值风格上，上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度维持在较低水平，而中盘股的拥挤度维持在中性偏高水平。板块方面，成长的短期交易拥挤度下降至 67%分位，前期的拥挤交易有所松动。当前消费和金融的短期交易拥挤度处在 8%和 13%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（73%分位）。

市值风格和板块上的结构分化使得 A 股波动持续上升。8 月第 2 周，金融继续反弹（上涨 4.03%），周期和消费分别上涨了 4.91%和 1.60%，成长回调了 1.64%。市值因子上，中盘股仍占优大盘蓝筹，大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 0.69%和 0.50%，中盘股（中证 500）上涨了 2.16%

https://www.yunbaogao.cn

（见图 1）。

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 风险溢价继续回升，目前估值回到【中性偏便宜】，沪深 300 风险溢价也小幅回升，估值也处在【中性偏便宜】，中证 500 风险溢价与上周持平，估值维持在【便宜】区间内（85%分位）。金融估值目前【很便宜】（92%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】，消费风险溢价继续回升 6%，估值来到【中性偏便宜】。

8 月第 2 周，A 股整体市场情绪仍不乐观，目前仍处在 10%以下的历史低位。衍生品市场继续对中盘股偏乐观、对大盘股相对中性。

北向资金周净流入 12.76 亿，并且本周净流入流出波动极小，北向情绪平稳中性。南向资金净流入 122.12 亿港币，南向情绪逐渐恢复。恒生指数的风险溢价处在中位数附近，性价比一般。

1.2． 债券：乐观情绪略降温，短期波动加大

8 月第 2 周，央行公开市场净投放为零，流动性溢价从一年内低点有所回升，目前处在 22%分位的较低位置，流动性环境依然宽松。8 月上半月，地方专项债新发行 2564.59 亿元，净融资额 2038.82 亿元，速度有所提升。下半年流动性维持较宽松的概率较高。中长期流动性收紧预期与上周基本持平，但相比上半年明显回落。

从经济和通胀来看，未来期限结构走平的概率较高。7 月社融信贷 M2

https://www.yunbaogao.cn

均低于预期。，信贷的结构也有恶化，银行资产端有票据滚动的短期化倾向。。期限利差继续维持在高位（77%分位），长端利率债相对短端的性价比仍然更高。信用溢价继续回落（29%分位），目前信用债整体性价比中低。

8 月第 2 周，债券市场的乐观情绪有些许降温，利率债的短期拥挤度回落至 90%分位，长端利率债的交易仍然拥挤，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（74%分位），转债的拥挤度维持在 80%分位。

1.3． 商品：铝强铜弱已经持续一段时间

8 月第 2 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，煤炭价格仍在反弹。中钢协消息，8 月上旬，重点统计钢铁企业共生产粗钢 2043.94 万吨（环比下降 2.97%）、生铁 1832.61 万吨（环比下降 2.66%）、钢材 1915.82 万吨（环比下降 9.46%）。钢材产量下降对钢价有一定支撑，但限产幅度在预期之内，且下游需求持续偏弱，钢材价格大幅上涨受遏制。

铜、锌价格震荡偏弱，铝价小幅反弹。铜铝走势从 6 月中旬开始分化，过去两个月，上海铜下跌了 0.4%，而上海铝上涨了 6.3%。铝强铜弱已经持续一段时间，主要是供给约束的差异。铜价仍在震荡区间，海外持续不断的罢工为铜价提供支撑，美债实际利率反弹限制铜价上涨空间。铜的基本面正在经历供需紧平衡的拐点，加工费继续回升。COMEX 铜的非商业持仓拥挤度小幅回落至 63%分位，市场情绪维中性偏乐观。

https://www.yunbaogao.cn

图 4：铝强铜弱已经持续一段时间

资料来源：Wind，天风证券研究所

8 月第 2 周，布伦特油价震荡偏弱，收于 70.25 美元/桶。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 84 万，再创今年 1 月以来的新高。页岩油供给恢复仍慢，8 月 6 日当周美油产量回升 10 万桶至 1130 万桶/天，产能利用率与上周持平。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继续维持在 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 2 周，能化品指数、农产品和工业品的风险溢价都处于历史低位，估值【极贵】。

1.4． 汇率：Taper 渐近，人民币贬值压力上升

美国 7 月 CPI 同比仍处于 13 年来的高位。亚特兰大联储主席博斯蒂克、波士顿联储主席罗森格伦和堪萨斯城联储主席乔治都发表了相对鹰派的观点。部分联储票委们认为美国经济改善速度比预期更快，美联储正在接近削减购债规模的时点，通胀已经满足了政策开始收紧的一个关键标准。

Taper 临近的预期渐强，美债利率延续上周反弹，周五受消费数据不及预期的拖累小幅回调。8 月第 2 周，美元指数上涨 0.26%。美元指数上升，叠加 Delta 病毒传播，风险偏好继续承压。伦敦现货黄金价格回升 0.94%，收于 1779.22 美元。COMEX 黄金非商业净多头持仓占比目前下降至 30%历史分位，拥挤度不高。

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继续回升（23%），北向单周小幅净流入，全球资金流入与流出（周度）中国股票和债券金额基本持平，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，未来可能随美联储 Taper 临近而小幅贬值。

1.5． 海外：美股涨业绩不涨估值

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_34444