

## 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

证券研究报告

2021年07月20日

## 7月第4周资产配置报告

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

7月第3周各类资产表现:

7月第3周, 美股指数多数下跌。Wind 全 A 上涨 0.84%, 成交额 6.1 万亿, 成交量大幅上升。一级行业中, 煤炭、钢铁、石油石化涨幅靠前; 电子、农林牧渔和汽车等表现靠后。信用债指数上涨了 0.31%, 国债指数上涨了 0.43%。

7月第4周各大类资产性价比和交易机会评估:

权益——成长股的短期拥挤度接近年初消费股的拥挤水平

债券——中长期流动性预期转松

商品——油价的阶段高点可能已经过去

汇率——美元区间震荡仍然偏强

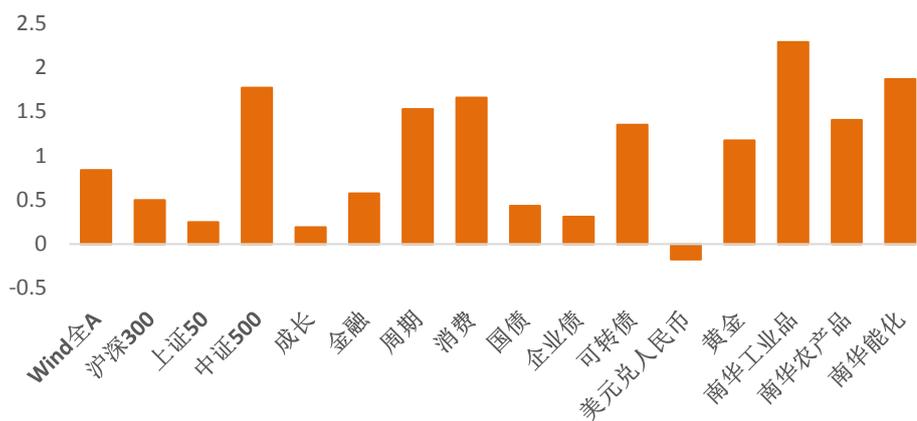
海外——市场开始担忧经济复苏持续性, 股债汇呈现轻微 risk-off 的结构

**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**

## 相关报告

- 1 《宏观报告: 宏观-LPR 会不会降? 》  
2021-07-19
- 2 《宏观报告: 宏观-二季度数据强在哪? 弱在哪? 》 2021-07-16
- 3 《宏观报告: 忘了点阵图, 美国相当长时间都不会加息-忘了点阵图, 美国相当长时间都不会加息》 2021-07-13

图 1：7 月第 3 周各类资产收益率(%)



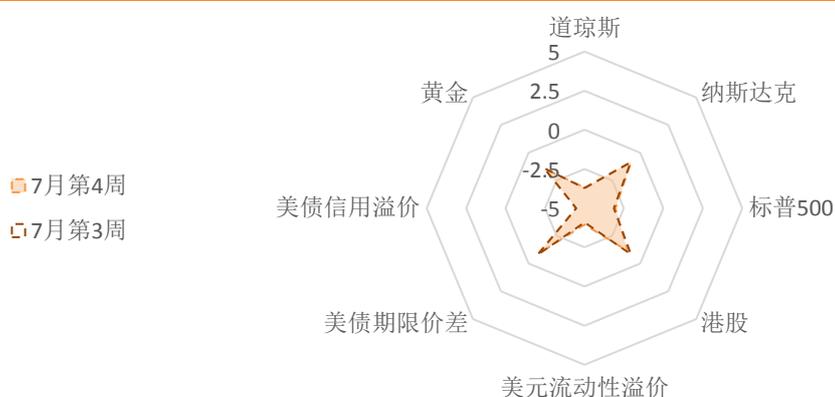
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 月第 4 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 4 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：成长的短期拥挤度接近年初消费的水平

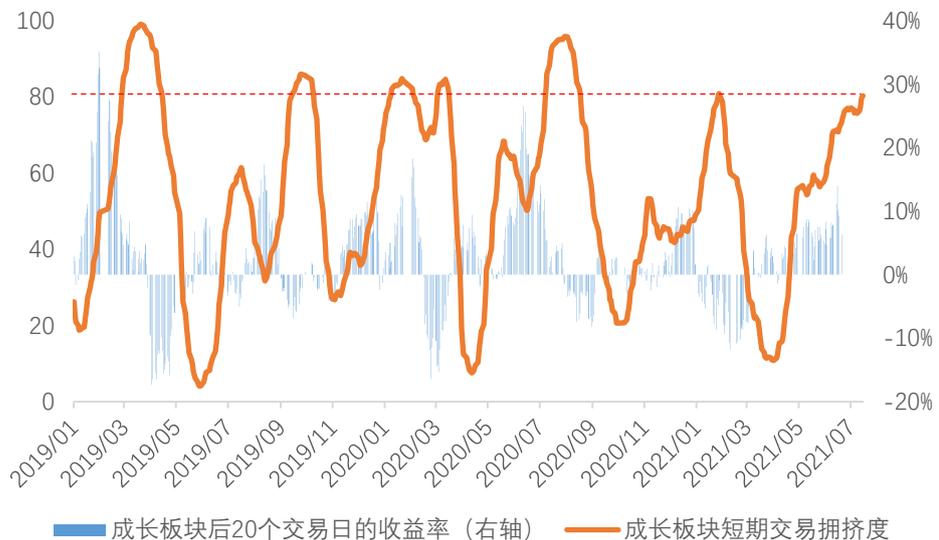
6 月经济数据披露，当月除房地产较弱、基建符合预期之外，其余分项如工增、制造业投资、社零、出口等均好于预期。下半年受地产和出口转为逆风的影响，经济将温和回落，因此 **2 季度是年内经济增速的高点（两年复合和季调环比）**。当前多数行业景气度都处在较高水平，随着经济增速回落，行业景气度正在分化。进入 2 季度业绩披露的密集期，分子端的变化是市场关注的焦点。

7 月第 3 周，成长、金融、周期和消费分别上涨 0.19%、0.58%、1.53% 和 1.66%。降准后流动性溢价维持在 24% 分位左右的较低位置，流动性预期也较前期快速下降。大盘股（上证 50 和沪深 300）上涨了 0.25%、0.50%、中盘股（中证 500）上涨 1.77%（见图 1）。Wind 全 A 的风险溢价基本与前期持平，目前处在【中性略偏贵】的水平（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，进入【便宜】的区间。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【中性略偏贵】。

7 月第 3 周，南向资金净流入 86.53 亿港元。恒生指数的风险溢价与上周基本持平维持在 40% 分位左右，指数层面性价比中性略低。**市场情绪在市值维度上分化严重。市值方面，衍生品市场对中盘股相对乐观、对大盘股保持谨慎**，中证 500 的期现价差下降到 65% 分位，上证 50 和沪深 300 的期现价差处于 17% 和 22% 分位；上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度维持在 20% 和 32% 分位的较低位置，而中盘股的拥挤度上升至中位数上方。

板块方面，成长的短期交易拥挤度已经到了 80% 分位，接近今年 1 月底消费的拥挤度水平（85% 分位），创业板的换手率接近 5% 的历史高位。2019 年以来，成长板块一共 8 次站上 80% 分位，后 20 个交易日平均下跌 1.95%（见图 4），其中 4 次上涨（后 20 个交易日平均上涨 4.72%），4 次下跌（后 20 个交易日平均下跌 8.62%）。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。

图 4：成长短期交易拥挤度（2019 年至今）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 债券：流动性溢价维持低位，中长期流动性预期继续转松

7 月第 3 周，流动性溢价维持在 25% 分位附近，7 月 7 日国常会宣布适时运用降准工具后，流动性溢价回到了【较宽松】的水平。7 月 15 日央行全面降准 50bp，释放约 1 万亿资金，并等额续作 1000 亿 MLF。**降准后流动性短期内维持宽松的确定性较高。中长期流**

动性预期快速下降至 68%分位，未来流动性收紧的担忧进一步缓解。期限利差也开始下降（72%分位），未来期限结构可能还会进一步走平，长端利率债相对短端的性价比仍然更高。信用溢价小幅回落（37%分位），目前信用债整体仍然处在性价比降低的位置。

7 月第 3 周，债券市场的情绪继续回升，利率债的短期拥挤度回到中性上方（58%分位），信用债的短期拥挤度也在进一步向中位数靠拢（48%分位），转债的拥挤度快速上升到中位数上方（59%分位）。

图 5：成长短期交易拥挤度（2019 年至今）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 商品：OPEC+达成和解，原油供给可能边际好转

7 月第 3 周，主要工业行业开工率多数持平或回升。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，煤炭价格超跌反弹。

中钢协 7 月 17 日表示已初步完成《钢铁行业碳达峰实施方案》初稿。为确保 2021 年粗钢产量同比减少的目标达成，多个省市传出钢铁减产的目标和任务，市场对下半年全国钢铁减产预期强烈。但下半年地产开工和基建投资大概率难有超预期表现，需求回落将形成钢价趋势上涨的强阻力。

7 月第 3 周，伦敦金现窄幅震荡收于 1811.61 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 55%分位，市场情绪偏中性。

7 月第 3 周，布油下跌 2.98%至 73.30 美元/桶。OPEC+达成了增产协议，恰逢美国 ISM 服务业 PMI 高位回落和夏季用油高峰的效应叠加，原油价格的阶段性高点可能已经过去。本周美国原油库存也有小幅回升，高油价下美国页岩油供给也在缓慢恢复，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维持在 5%以上，看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期比较稳定。

7 月第 3 周，能化品指数的风险溢价小幅维持在 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 11%分位，估值【贵】。

### 4. 汇率：鲍威尔强调宽松还将持续，美元区间震荡

7 月第 3 周，美元继续在 92-93 区间窄幅震荡。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3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较低位置，北向单周净流入16.69亿，全球资金周度净流入中国股票和债券的资金转正，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《汇率双边市》）。

## 5. 海外：市场开始经济复苏持续性，股债汇呈现轻微 risk-off 的结构

**6月美国经济数据喜忧参半。**好消息是7月10日当周初请失业金人数降至36万人，为近17个月来的最低水平；6月零售销售额增长0.6%，超市场预期。坏消息是工业产出增速回落至0.4%，低于预期的0.7%；密西根大学7月消费者信心指数从6月的85.5降至80.8。美国6月CPI上升至5.4%，高于预期的4.9%，也高于5月的5%，核心CPI升至4.5%。

7月15日，鲍威尔在听证会上重申，货币政策将继续提供强有力的支持。今年市场预期美联储可能较欧央行更加鹰派，但目前看来美欧流动性短期维持宽松的局面不会改变。当前流动性宽松和经济滞胀的两种预期共存，实际利率进一步下降并跌破-1.0%。10Y盈亏平衡通胀预期较上周回升5bp，10Y美债利率回落至1.31%。美债利率和美股下跌，美元震荡偏强，股债汇呈现出轻微 risk-off 的结构，原因是市场开始担忧经济复苏的持续性，风险偏好继续下降。

7月第3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13%分位（分别处于中位数下1.10和0.90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\\_22254](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22254)

