风险定价-巨震后市场赔率在什么位置?

证券研究报告
2021 年 08 月 03 日

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

8 月第 1 周资产配置报告

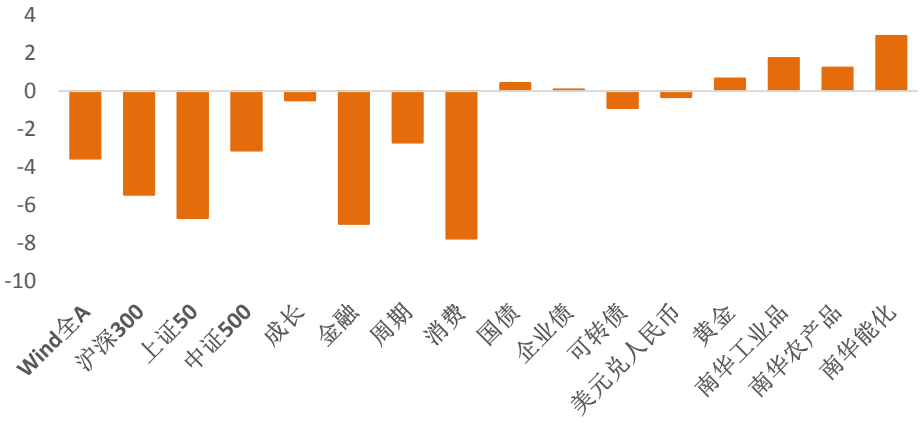
8 月第 1 周各类资产表现：
7 月最后 1 周，美股指数多数回调。Wind 全 A 下跌了 3.56%，成交额 6.8 万亿，成交量大幅上升。一级行业中，通信、有色和电子涨幅靠前；房地产、消费者服务和食品饮料等表现靠后。信用债指数上涨了 0.08%，国债指数上涨了 0.43%。
8 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估：
权益——放量巨震后成长股的拥挤度仍在高位，但长期风险溢价较高
债券——缴税结束后流动性大概率转松
商品——纠正“运动式”减碳，供给侧政策放松
汇率——Taper 越来越近，但影响越来越小
海外——美股波动率持续上升

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

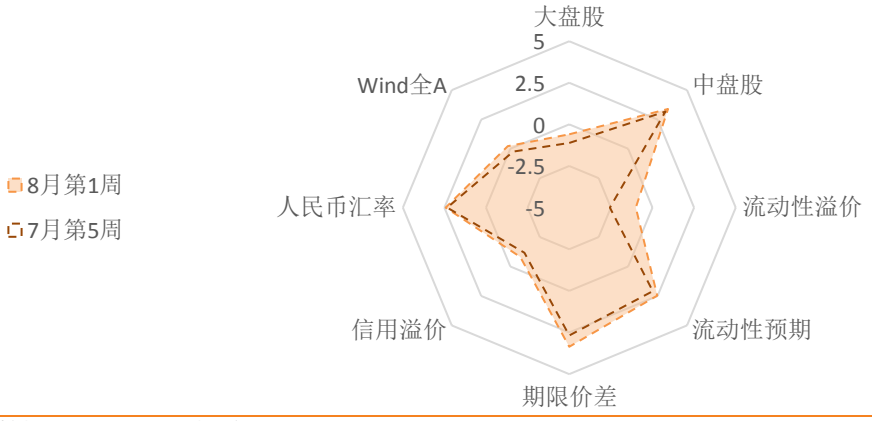
1 《宏观报告：预期充分的 taper 会有多大影响-预期充分的 taper 会有多大影响》 2021-07-29
2 《宏观报告：风险定价-关注 7 月底美国债务上限豁免到期对市场的影响-7 月第 5 周资产配置报告》 2021-07-27
3 《宏观报告：宏观-下半年没有“财政后置”》 2021-07-27

图 1：7 月最后 1 周各类资产收益率(%)



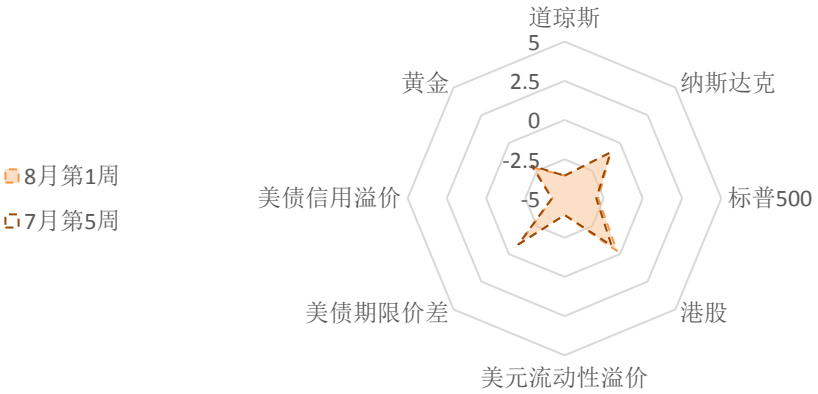
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7 月第 5 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 5 周海外各类资产/策略的风险溢价

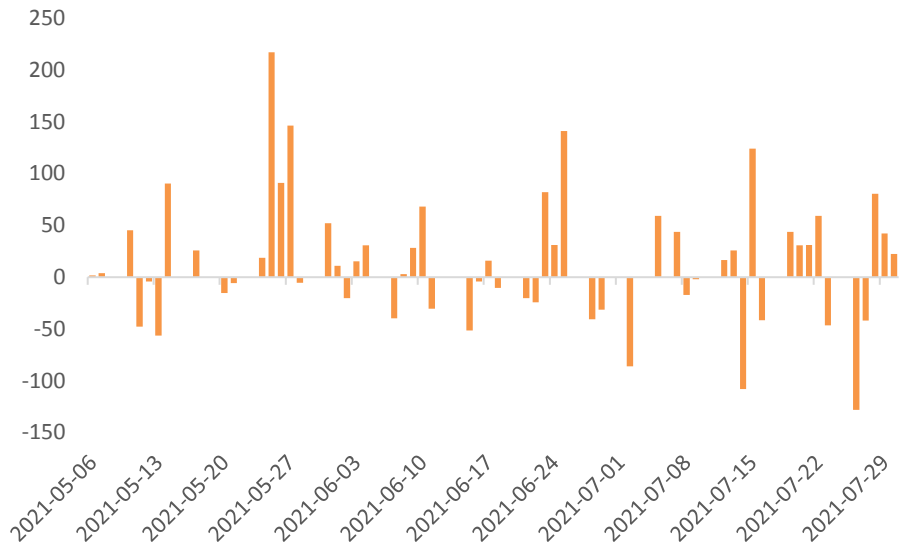


资料来源：Wind，天风证券研究所
注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；
流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；
流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

1. 权益：放量巨震后成长股的拥挤度仍在高位，但长期风险溢价较高

7 月最后 1 周，A 股放量巨震，Wind 全 A 周中振幅超过 8%。外资担忧政府对教育行业的强力政策扩散到其他行业大举卖出，周一（7 月 26 日）北向净流出超过 128 亿。外资的大幅流出引发了悲观情绪的宣泄，Wind 全 A 周一至周三下跌超过 5.8%。随着官方发声安抚情绪，后半周 A 股整体有所反弹。A 股结构持续分化，周期和成长下跌幅度小于金融和消费。成长、金融、周期和消费分别下跌 0.48%、7.00%、2.71%和 7.78%。大盘股（上证 50 和沪深 300）下跌了 6.69%、5.46%，中盘股（中证 500）下跌了 3.13%（见图 1）。

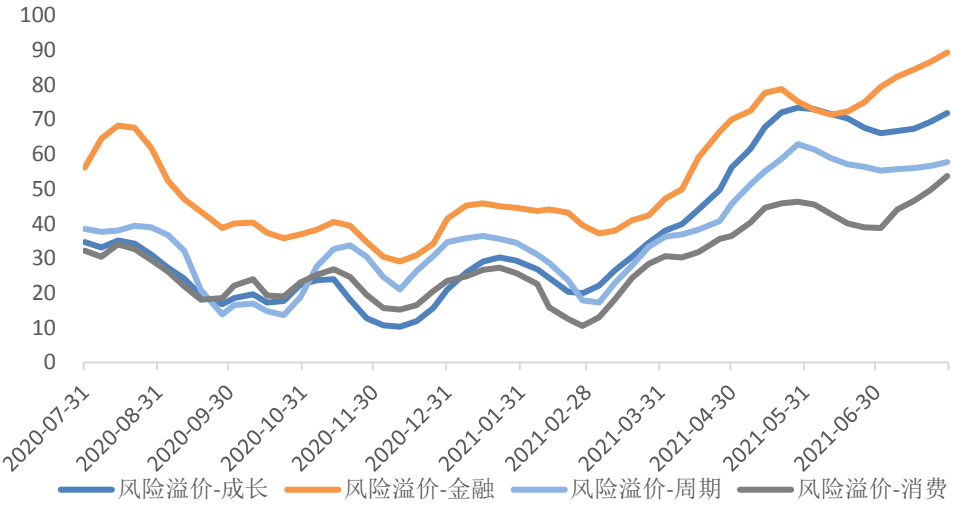
图 4：7 月 26 日与 27 日北向净流出合计超过 170 亿



资料来源：Wind，天风证券研究所

Wind 全 A 的风险溢价百分位较上周回升 4%，已经回到【中性】上方（见图 2）。上证 50 风险溢价百分位回升 5%，目前估值【中性偏贵】，沪深 300 风险溢价百分位上升 4%，估值接近【中性】，中证 500 风险溢价小幅回升，估值处在【便宜】区间。**金融和成长风险溢价小幅回升，估值目前【便宜】**，周期风险溢价与前期持平，估值【中性偏便宜】，消费风险溢价百分位回升 4%，估值也已经回到【中性】上方。

图 5：A 股板块风险溢价（百分位）



资料来源：Wind，天风证券研究所

7 月最后 1 周，**A 股整体市场情绪悲观，目前处在 16%分位。**衍生品市场继续对中盘股偏乐观、对大盘股中性偏谨慎。中证 500 的期现价差回升到 71%分位，上证 50 和沪深 300 的期现价差也回升到 31%和 45%分位。上证 50 和沪深 300 的短期交易拥挤度下降到 14%和 27%分位的较低位置，而中盘股的拥挤度维持在 55%分位的中性偏高位置。

板块方面，**成长的短期交易拥挤度较上周的 81%分位小幅回落至 78%分位，目前仍较为拥挤，周中的快速下跌并没有充分释放风险。**当前消费和金融的短期交易拥挤度相较上周分别下降 10%和 4%，目前处在 12%分位左右的低位；周期的拥挤度与上周持平，处于中高水平。

南向资金净流出 271.65 亿港币，南向资金情绪极度悲观。恒生指数的风险溢价回升至 47%分位左右，恒生指数性价比回归中性。

2. 债券：缴税结束后流动性大概率转松

7 月制造业 PMI 环比-0.5，回落幅度超往年淡季平均环比水平（-0.1）；各主要分项反映内外需回落的方向已经基本明确，但考虑到七一放假和异常天气的因素，回落斜率相对温和。

730 政治局会议删除了“稳增长压力较小的窗口期”，强调要“做好跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接”，表明对稳增长的诉求比之前有所提升。因此货币政策提前放松且具有连续性。财政新增“推动今年底明年初形成实物工作量”的要求，今年底明年初可能是信用由紧转松的拐点。

7 月地方政府专项债新发 3391.54 亿元，净融资额 2721.53 亿元，相较 6 月没有明显的提速。7 月最后 1 周，央行公开市场操作净投放 400 亿。受月末缴税需求拉动，DR007 价格上升较多，但银行存单价格仍继续处在相对 MLF 较低的位置。

流动性溢价回升至 40%分位，处在【中性较松】的区间内。**缴税结束后流动性环境大概率会再次转松。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。**

期限利差继续回升（84%分位），未来期限结构大概率走平，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升（42%分位），目前信用债整体性价比中性偏低。

7 月最后 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 85%分位，信用债的短期拥挤度来到了中高位置（76%分位），转债的拥挤度快速上升到 76%分位。

3. 商品：纠正“运动式”减碳，供给侧政策放松

7 月最后 1 周，主要工业行业开工率多数下降。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，煤炭价格反弹动能加强，水泥价格企稳，铜铝锌等基础金属价格也有不同程度的上涨。

内需回落，钢材消费端处在淡季，目前螺纹钢和热轧卷板的表观消费量偏弱，本周钢厂逐步落实减产。730 政治局会议强调**“碳中和”政策要纠正运动式“减碳”，先立后破。供给侧收缩的政策可能逐步放松。后续黑色系上涨趋势可能逐步放缓，但仍需要关注具体政策的落地情况。**

7 月最后 1 周，伦敦金现冲高回落，收于 1814.15 美金。**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上升至 68%分位，市场情绪转为较乐观。**

7 月最后 1 周，油价小幅上涨，最终收于 75.22 美元/桶。原油期货市场高度关注美国原油和产品库存的减少，市场对 Delta 病毒导致需求大幅下滑的担忧逐渐缓解。**本周美国原油库存回落明显，快速回到 6 月底的低点附近。**高油价下美国页岩油供给恢复仍慢，本周美国原油产量较上一周下降 20 万桶（1120 万桶/天），产能利用率继续小幅下降。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%附近，**看多远期原油供给、看跌远期原油价格的预期持续。**

7 月最后 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 11%分位，估值【贵】。

4. 汇率：Taper 越来越近，但影响越来越小

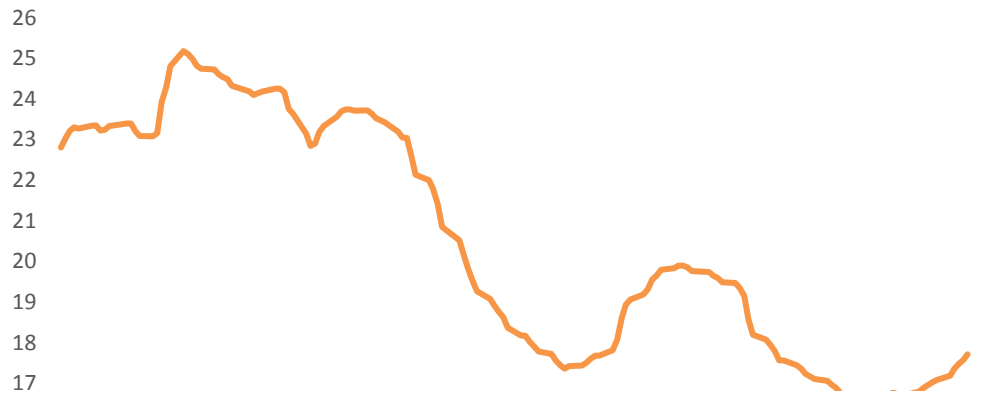
7 月 FOMC 议息会议纪要显示，美联储已经开始讨论 taper 的时间、计划、方式，但并未明确结果，说明距离 taper 更进一步。同时联储设立了长期回购工具 SLR 和 FIMA，明确了维持长期流动性宽松的政策态度。**虽然 taper 越来越近，但影响却越来越小：这一次市场预期较早发酵，联储提前沟通，对 QE taper 的预期相当充分，且通胀预期已经较高点回落，即使联储开始 Taper，美元和美债利率只是短期阶段性反弹，流动性宽松的局面不会改变。**

7 月最后 1 周，美元指数窄小幅回调，**Delta 病毒在美国的单日新增确诊人数超过 10 万。**美元兑人民币（在岸）冲高回落，收于 6.46。人民币的短期交易拥挤度有所回升（13%），北向单周净流出 22.46 亿，全球资金周度持续净流入中国股票和债券，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：美股波动率持续上升

美股小幅回调，价值板块好于成长板块，MSCI 美国成长指数下跌 1.25%，MSCI 美国价值指数上涨 0.38%。DELTA 病毒的广泛传播已经造成美国单日新增确诊人数再次突破 10 万（7 月 28 日单日新增人数 13.4 万）。叠加债务上限重启，目前市场对美国后续经济复苏增速产生了较大的担忧。VIX 指数 20 日移动平均值较 7 月中旬有明显提升。中概股方面，在教育股的带领下多数中概股下跌严重。美国投资人担心其他中概股也会像教育股一样遭遇严重的政策打击，拥挤的卖出交易造成了市场的踩踏。

图 6：VIX 指数 20 日移动平均较 7 月中旬有明显提升



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_24678