

下跌时多展望正面，市场已运行至区间下沿

—每周流动性观察 20200928

民生 FOCUS

2020 年 9 月 28 日

报告摘要：

● 策略观点：下跌时候多展望正面，市场已运行至区间下沿

经济复苏和流动性较缓收紧仍是支撑资产价格的关键因素。国内方面，九月份经济大概率仍将不错，中观上，地产和基建产业链主要化工品大部分处于去库状态，华东地区水泥价格上行，制造业里空调排产同比环比改善明显，汽车经销商库存系数同比环比双下降；服务业从 PMI 数据来看也正在成为经济的复苏动能之一。流动性方面，资金端央行投放加大，信用端增速持续高位并未出现明显收紧迹象。

欧美二次疫情、美股下跌风险、中美科技摩擦等风险因素对 A 股影响已经弱化，市场情绪接近区间下沿。首先对于疫情问题，已经不是影响市场的核心变量，疫苗的出现只是时间问题而非会不会的问题，目前候选疫苗已经有望在四季度公布三阶段结果。美股风险则更多是流动性预期落空，而基本面不确定性仍存的问题，但国内货币政策早于海外开始正常化，A 股 7 月以来的调整已经充分反映流动性收紧的预期。最后，A 股半导体和消费电子板块前期回调已经非常充分，估值也早已回到合理区间，这证明市场对于潜在的中美科技摩擦也已经充分计价。

对外资流出也不用悲观，微观证据表明当前外资并非系统性流出，更可能是配置结构性调整。总量上的净流出更多是因为短线资金风险偏好变化导致的波动。

● 宏观流动性：资金端维持紧平衡，信用环境整体仍偏宽松

资金端，本周同业存单利率维持在 3% 附近，信用端，信用债发行继续放量，政府债融资增速维持高增。

通胀方面，有色系有所趋弱，可能反映国际基本面复苏受阻，黑色系仍然上行。猪肉价格同比延续下行趋势。

● 市场情绪：市场情绪再度回落

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继上周明显反弹后再度回落。

● 主要投资者配置变化：机构资金明显流出，新能源和顺周期板块相对占优

本周公募基金明显加仓至电新、消费者服务、有色和化工，北向资金切换至动力电池、IDC 和汽车零部件。杠杆资金未见明显主线。

● 新发基金和产业资本：本周新发 4 只科创板 ETF 基金，下周新股发行将迎来大额申购

本周共新发 18 只基金，其中有 4 只科创板 ETF 基金，下周新股发行中金龙鱼将迎来申购，金额较大。

● 风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：(8610) 85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号：S0100119070037

电话：(021) 60876719

邮箱：qianli@mszq.com

目录

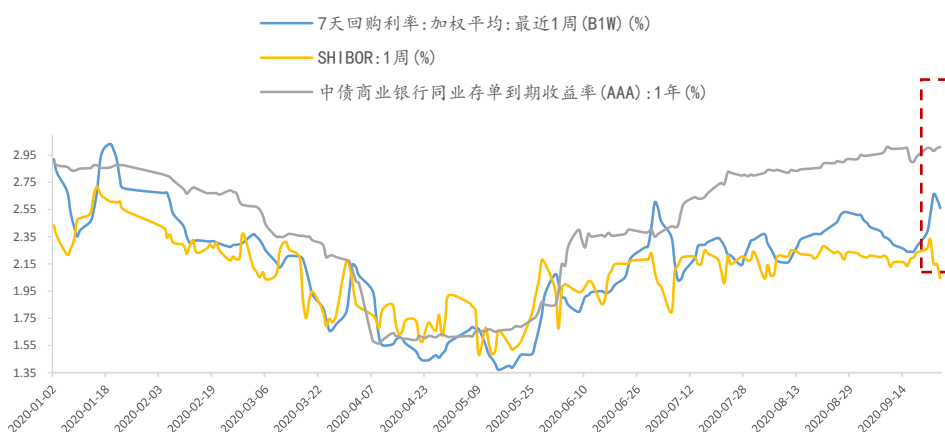
一、宏观流动性：资金端维持紧平衡，信用环境整体仍偏宽松.....	3
（一）资金端：维持紧平衡.....	3
（二）信用端：债市融资继续维持高位，信用环境整体仍偏宽松	3
1、债市融资增速继续维持高位.....	3
2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行	4
（三）通胀风险：有色系略显趋弱	5
二、市场情绪：市场情绪再度回落.....	6
三、主要投资者配置变化：机构资金明显流出，新能源和顺周期板块相对占优.....	8
（一）整体情况：机构资金明显流出	8
（二）公募基金：明显加仓电新、消费者服务、有色和化工	8
（三）北向资金：小幅流入动力电池、IDC、汽车零部件	10
（四）杠杆资金：明显流入证券、白酒，科技板块遭流出	11
四、新发基金和产业资本：本周新发 4 只科创 ETF 基金，下周新股发行将迎来大额申购.....	12
（一）新发基金：新发权益类基金 18 只	12
（二）产业资本：减持规模小幅增加	13
五、风险提示	14

一、宏观流动性：资金端维持紧平衡，信用环境整体仍偏宽松

(一) 资金端：维持紧平衡

本周 7 天回购利率小幅回升 28 个 BP，SHIBOR 利率震荡下行 19 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率上行 7 个 BP。临进季末和长假，如果后续央行投放不足，资金面仍会面临新的挑战。

图 1：本周资金端利率变动情况



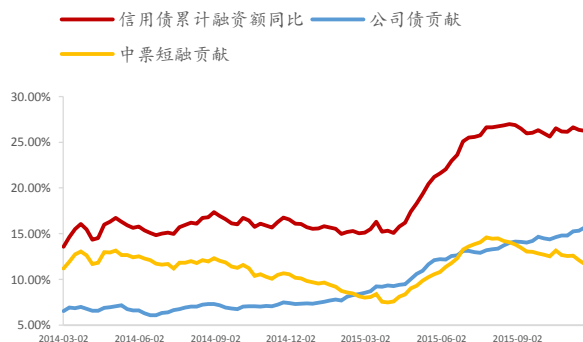
资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) 信用端：债市融资继续维持高位，信用环境整体仍偏宽松

1、债市融资增速继续维持高位

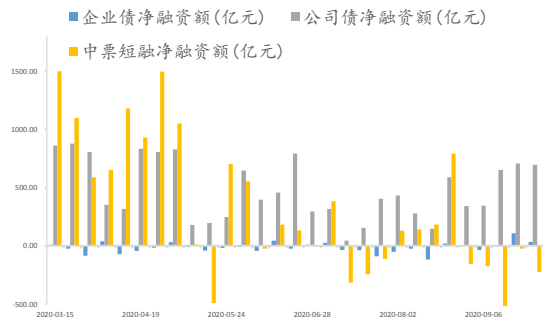
信用债融资增速小幅回落，信用环境整体仍偏宽松。本周信用债融资余额增速从 26.34% 小幅下行至 26.24%，结构上公司债贡献从 15.34% 上行至 15.66%，中票短融贡献从 12.11% 下行至 11.67%。从结构上看近几周公司债净融资额持续放量，支撑信用债发行维持高增速，表明当前的信用环境仍是偏宽松的。

图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

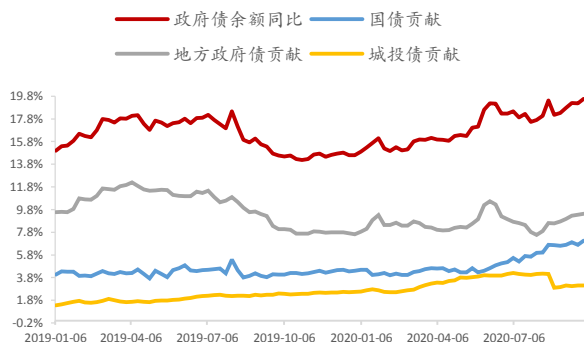
图 3：企业信用债净融资额边际变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

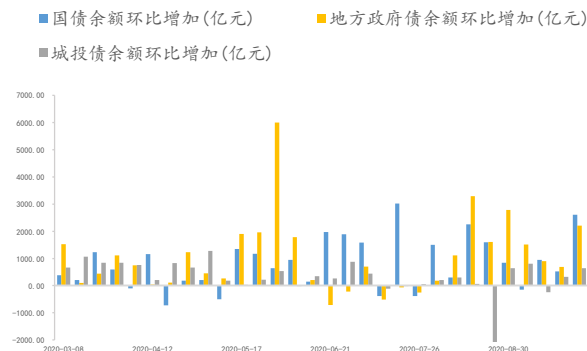
政府债融资增速小幅回升，发行高峰暂未过去。本周政府债融资余额同比增速持平从19.2%回升至19.6%，其中地方政府债贡献从9.3%回升至9.4%，国债贡献从6.7%回升至7.0%，城投债贡献维持在3.1%。结构上看，国债和地方政府债发行重新恢复上行，发行高峰也暂未过去，因此短期政府债融资增速仍将维持高位。

图 4：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：政府债融资环比变化情况

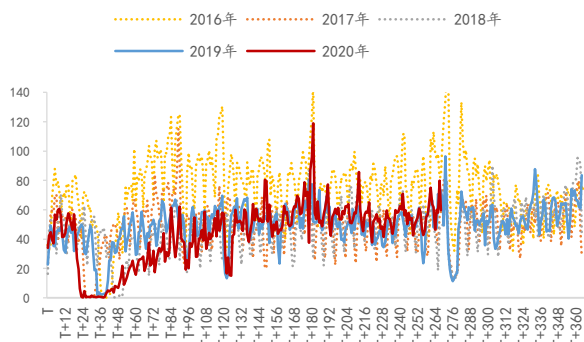


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行

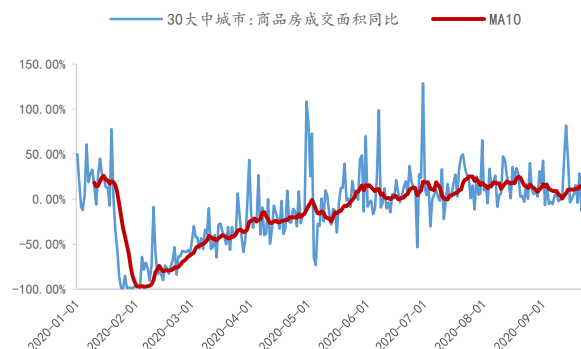
以30大中城市房地产成交面积来观察，9月初以来已经低于去年同期，房地产市场销售呈现下滑态势。这体现了8月20日“重点房地产企业座谈会”发布的重点房企融资新规开始对房地产市场产生影响，地产周期拐点可能已经出现。

图 6：30 大中城市房地产成交面积(万平方米)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：30 大中城市房地产成交面积同比

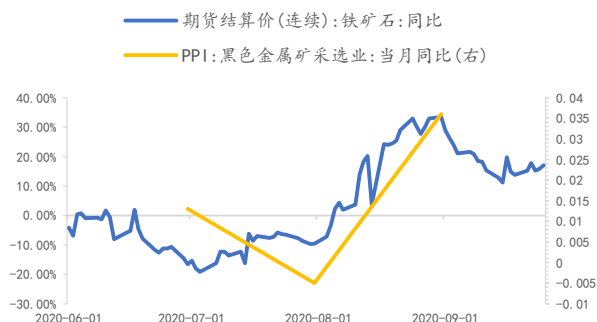


资料来源：WIND，民生证券研究院

(三) 通胀风险：有色系略显趋弱

结构上看，铁矿石和煤炭为代表的黑色系仍是PPI回升的最大动能分项。油价经过前期回撤已经重新开始弱反弹，水泥价格回升较为平稳，但有色系价格有所回落。

图 9：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



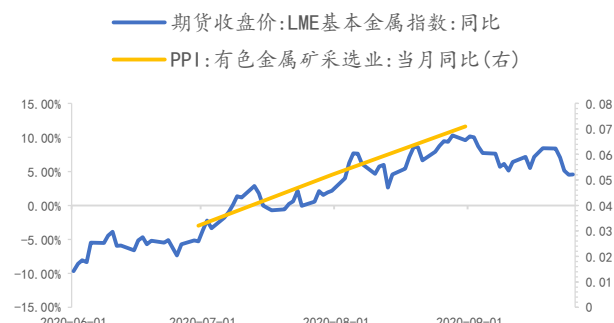
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



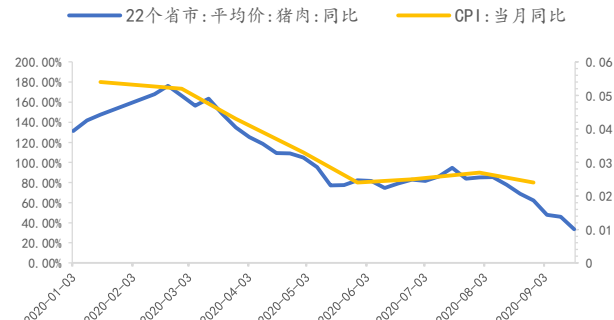
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：CPI 及其主要影响指标

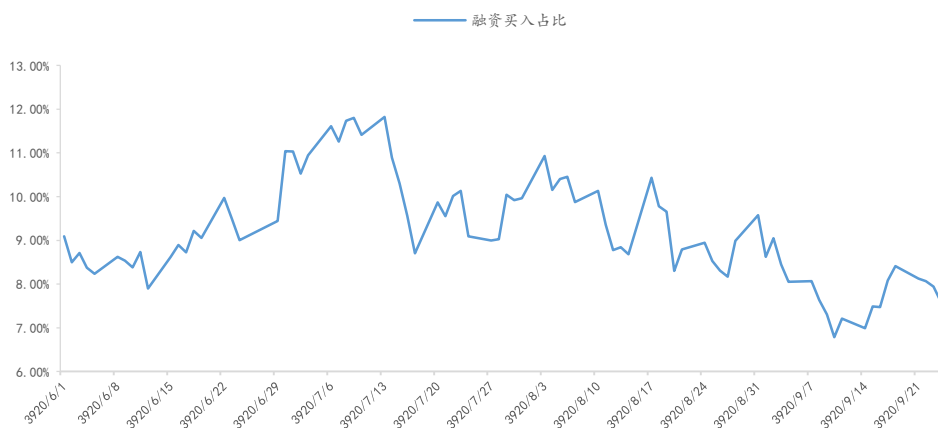


资料来源：WIND，民生证券研究院

二、市场情绪：市场情绪再度回落

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪再度回落。上一轮杠杆牛市以来，融资买入额占成交额占比的上限较为稳定，都处于 11.5% 以下，7 月初随着杠杆资金快速入市，该比例一举突破，最高在 7 月 9 日达到 11.8%，随后迅速回落，本周在上周大幅回升后再度回落至 7.58%。

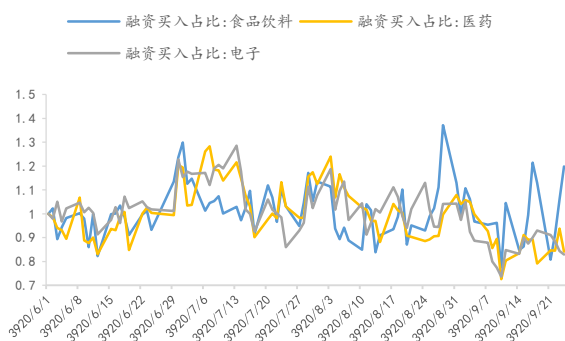
图 15：融资买入占比情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

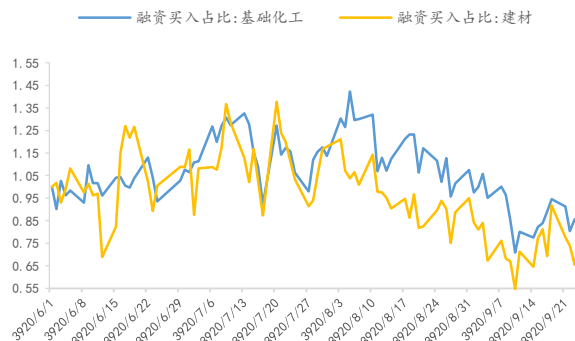
重点行业方面，从融资买入额占比来看，进食品饮料震荡回升。

图 16：行业融资买入占比：食品饮料、医药、电子（标准化后）



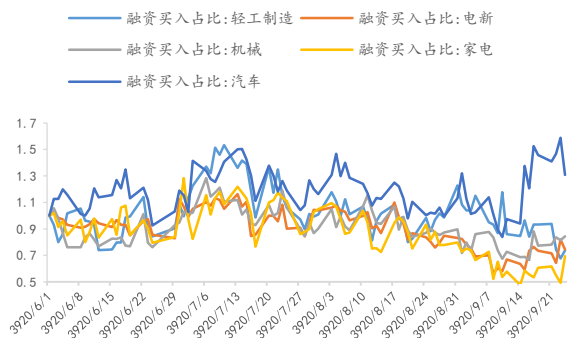
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）



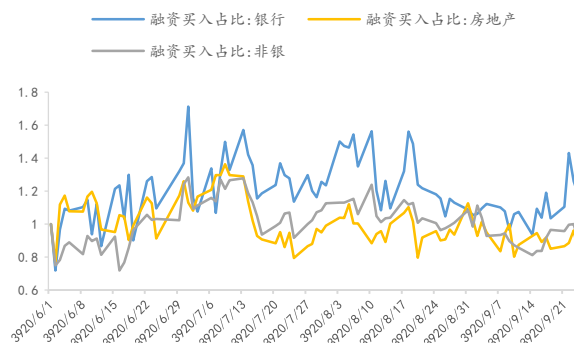
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18: 融资买入: 轻工/电新/机械/家电/汽车 (标准化后)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 19: 行业融资买入占比: 银行、地产、非银 (标准化后)



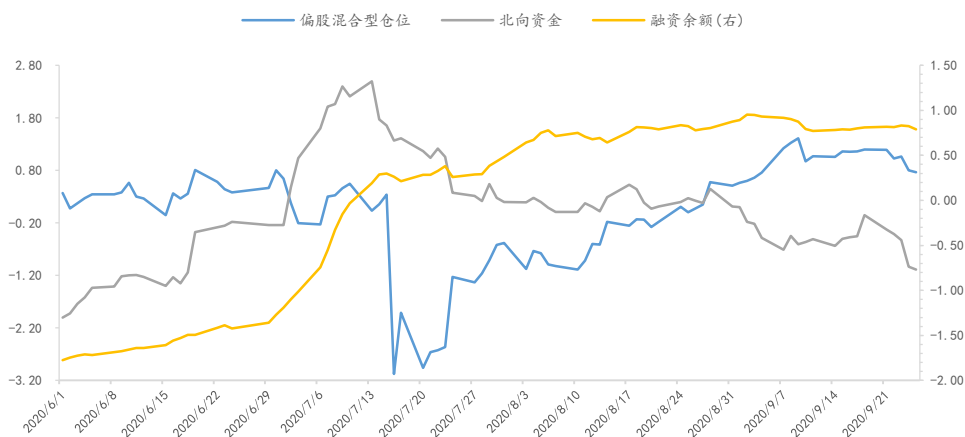
资料来源: WIND, 民生证券研究院

三、主要投资者配置变化：机构资金明显流出，新能源和顺周期板块相对占优

（一）整体情况：机构资金明显流出

公募基金仓位小幅减仓 0.13%，北向资金大幅净流出 247.1 亿元，融资余额减少 25.9 亿元。

图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）

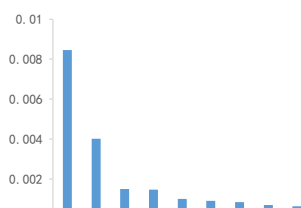


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：明显加仓电新、消费者服务、有色和化工

本周公募基金明显加仓了电新、消费者服务、有色金属和基础化工，明显流出了电子、医药、家电、银行、农林牧渔和食品饮料。

图 21：本周公募基金主要行业持仓变动



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_2344

