

# 美联储提出新政策框架，国内资金端维持紧平衡

—每周流动性观察

民生 FOCUS

2020年8月31日

## 报告摘要：

### ● 宏观流动性：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡

8月25日国务院理性政策吹风会基本打消了降息的预期。在市场利率需要围绕央行政策利率波动的监管要求下，资金利率从5月份开始逐渐向MLF利率靠拢，目前来看还未有结束的迹象，但大幅上行的概率较小，继续持紧平衡。

8月28日晚美联储新政策框架无疑是一个重磅信息，相比原有框架美联储更加重视就业和经济增长，而且提高了通胀容忍度。在这一新框架下预计宽松政策退出会有所延迟，联邦基准利率将在更长时间内保持在零利率附近。名义利率预计也将维持在较低水平，重点看美联储后续对美债发行的支持力度。

### ● 市场情绪：情绪继续回落，未见明显板块热点

整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继续滑落，已经接近6月初水平。重点行业方面仅食品饮料逆势回升。

### ● 主要投资者配置变化：均衡配置延续，顺周期板块获得持续加仓

本周北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，已经接近7月初减仓前水平，杠杆资金震荡走平，仅小幅流入。行业配置上，公募基金加仓了电新、电子、农林牧渔和机械，减仓了计算机、轻工和医药。北向资金加仓了面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒。杠杆资金加仓了白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体。

### ● 新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达11只

本周新发权益类基金达11只。全A上市公司减持规模达150.4亿元，环比上周增加0.17亿元，回购金额有所回落，达6.42亿元，环比减少14.56亿元。

### ● 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

## 目录

<b>一、宏观流动性：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡</b>	<b>3</b>
(一) 国内流动性预计拐点已现	3
1、资金端利率小幅上行，维持紧平衡	3
2、债市融资增速小幅下行，宏观流动性继续边际放缓	3
3、PPI 各分项小幅上行，铁矿石和有色较为明显	4
4、信用利差处于历史较低水平，体现较乐观的基本面预期	6
(二) 国内政策：政策利率进一步下调概率不大	7
(三) 海外政策：美联储新政策框架更加重视就业和经济增长，并提高了通胀容忍度	7
1、经济增长乏力和菲利普斯曲线扁平化是本次框架变革的时代大背景	7
2、新框架的实质是以 GDP 为目标，通过经济增长改善就业，进而实现通胀目标，同时对通胀的容忍度上调	7
3、实现通胀目标的本质是为了保持美联储稳定经济的能力，但并不意味着美联储会放任通胀	8
<b>二、市场情绪：情绪继续回落，未见明显板块热点</b>	<b>9</b>
<b>三、主要投资者配置变化：均衡配置延续，顺周期板块获得持续加仓</b>	<b>11</b>
(一) 整体情况：北向资金恢复净买入，公募基金继续加仓，杠杆资金震荡走平	11
(二) 公募基金：加仓电新、电子、农林牧渔和机械，减仓计算机、轻工和医药	11
(三) 北向资金：加仓面板、动力电池和工程机械，减持光伏、手机零部件、创新药、白酒	13
(四) 杠杆资金：白酒、面板、手机零部件、调味品，减仓证券、银行、半导体	14
<b>四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只</b>	<b>15</b>
(一) 新发基金：新发权益类基金 11 只	15
(二) 产业资本：减持规模基本持平，回购规模有所减小	15
<b>五、风险提示</b>	<b>17</b>

## 一、宏观流动性：美联储提出新政策框架，国内资金端继续维持紧平衡

8月25日国务院理性政策吹风会基本打消了降息的预期。在市场利率需要围绕央行政策利率波动的监管要求下，资金利率从5月份开始逐渐向MLF利率靠拢，目前来看还未有结束的迹象，但大幅上行的概率较小，继续持紧平衡。

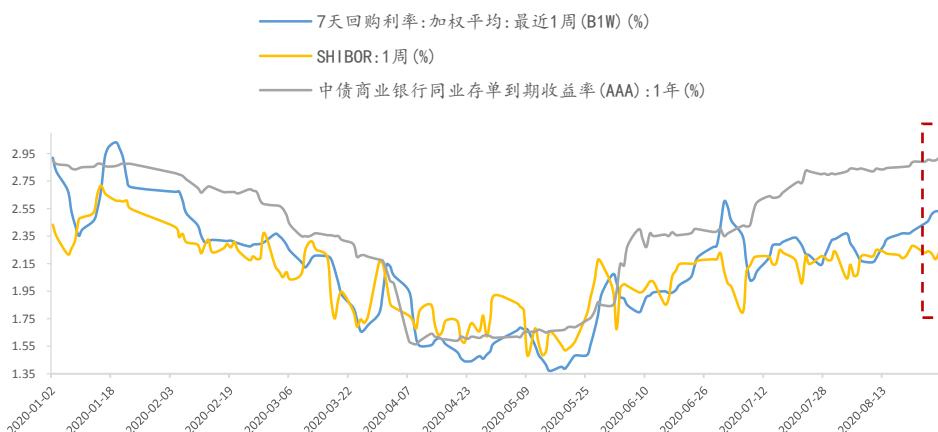
8月28日晚美联储新政策框架无疑是一个重磅信息，相比原有框架美联储更加重视就业和经济增长，而且提高了通胀容忍度。在这一新框架下预计宽松政策退出会有所延迟，联邦基准利率将在更长时间内保持在零利率附近。名义利率预计也将维持在较低水平，重点看美联储后续对美债发行的支持力度。

### （一）国内流动性预计拐点已现

#### 1、资金端利率小幅上行，维持紧平衡

本周7天回购利率小幅回升14个BP，SHIBOR利率下降4个BP，一年期3A同业存单收益率上行3个BP。资金利率继续维持紧平衡，整体处于上升通道中。

图1：本周资金端利率变动情况

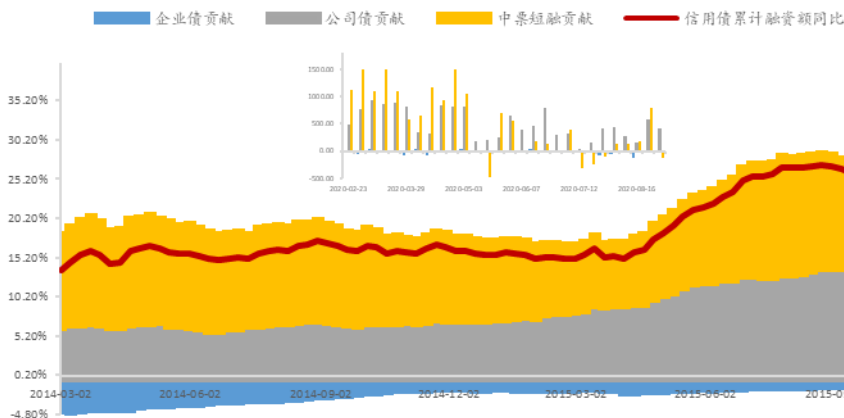


资料来源：WIND，民生证券研究院

#### 2、债市融资增速小幅下行，宏观流动性继续边际放缓

信用债融资增速小幅下滑，整体处于下行通道中。本周信用债融资余额增速从25.53%小幅下降至26.24%，结构上公司债贡献从14.63%上行至14.84%，中票短融贡献从13.16%下行至12.68%。信用债融资增速从7月初开始整体下滑，说明5月份开始边际收紧的货币政策和大幅上升的市场利率已经对市场化程度较高的债券造成负面影响，基本预示着社融整体增速将开始放缓。

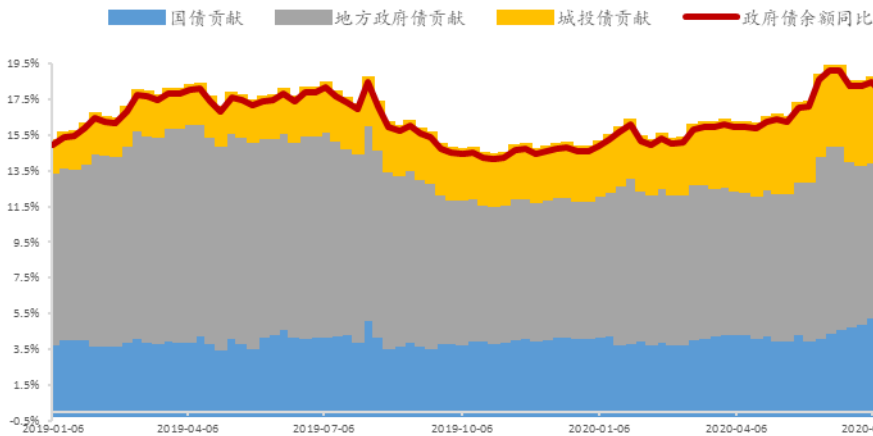
图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

**政府债融资增速小幅回升。**本周政府债融资余额同比增速从 18.2 小幅回升至 18.3%，其中地方政府债贡献为 8.8%，国债贡献为 6.6%，城投债贡献从 2.9% 小幅回升至 3.0%。从趋势上来看，政府债融资增速已经处于震荡下行通道中，对社融增速的推动作用下半年预计将明显小于上半年。

图 3：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

### 3、PPI 各分项小幅上行，铁矿石和有色较为明显

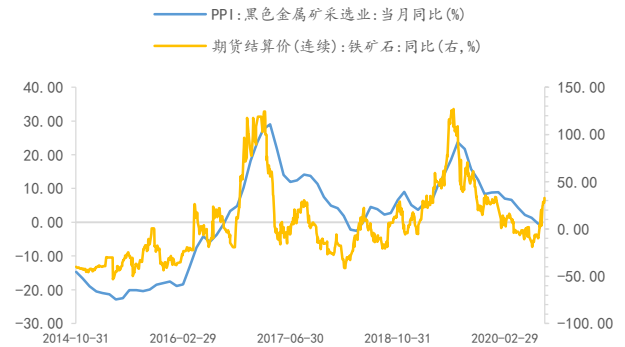
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周 CRB 现货指数继续上行，基本预示着 8 月份 PPI 将继续回升。分项里铁矿石和有色回升较快。

图 4: PPI 及其前瞻指标



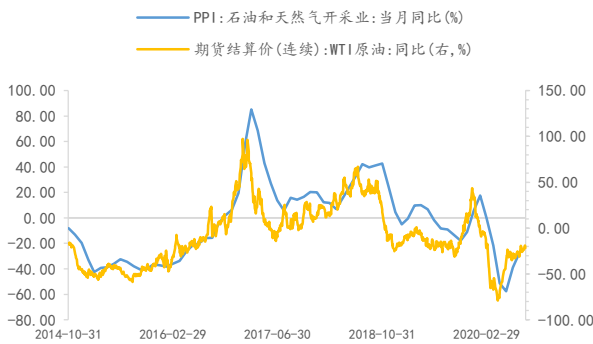
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 5: 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 6: 能化系分项 PPI 及其前瞻指标



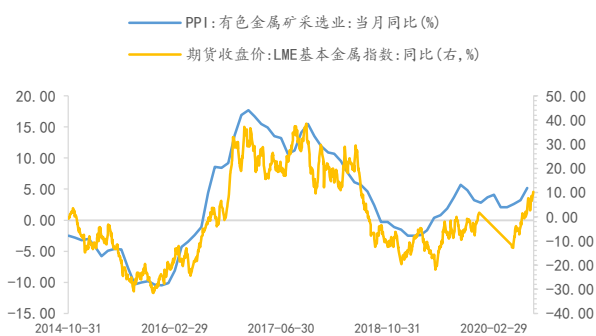
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 7: 煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



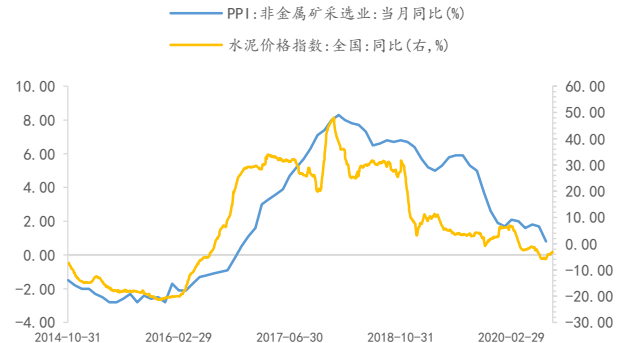
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 8: 有色系分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源: WIND, 民生证券研究院

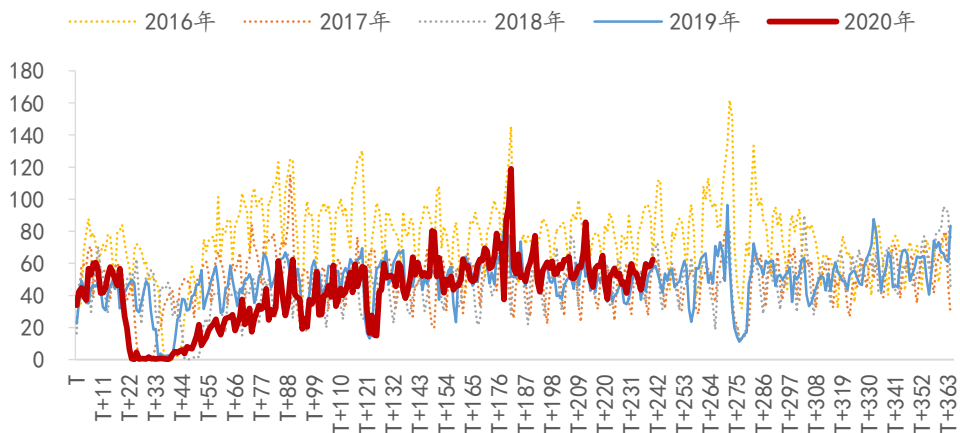
图 9: 非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源: WIND, 民生证券研究院

涨价周期的可持续性需要跟踪观察房地产销售情况、经济复苏的节奏等, 本周 30 大中城市商品房成交面积仍然明显高于去年水平, 在地产政策边际收紧的背景下, 暂未出现滑坡的迹象。

图 10: 30 大中城市房地产成交面积情况 (万平方米)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

#### 4、信用利差处于历史较低水平, 体现较乐观的基本面预期

重点行业信用利差普遍下行, 整体处于历史较低水平, 体现信用市场较乐观的经济预期。从 2016 年至今百分位数来看, 资源品行业如采掘、有色和煤炭均处于历史绝对低位。地产基建链条的房地产、钢铁、建材、建筑装饰大部分处于 5% 以下分位数。制造业相关的电子、化工、汽车等大部分处于 15% 以下分位数。

表 1: 重点行业信用利差变动情况

行业	信用利差变动 (BP)	2016 年至今历史百分位数 (%)
采掘	-2.9	0.0
钢铁	-4.1	0.0
有色金属	-2.2	0.0
煤炭开采	-8.7	0.0
化工	-0.1	0.0
建筑材料	0.6	0.4
建筑装饰	-2.3	3.3
房地产	2.1	2.5
电子	1.7	15.4
机械设备	-3.6	7.9
汽车	2.2	8.3
通信	2.6	12.1
交通运输	-0.4	0.0
商业贸易	-2.8	0.0
休闲服务	-3.1	6.2
食品饮料	3.3	15.8
医药生物	3.0	0.4
传媒	0.7	0.4

资料来源: WIND, 民生证券研究院

## （二）国内政策：政策利率进一步下调概率不大

8月25日国务院例行政策吹风会上，一个重要内容是解释了国常会提到的金融机构对1-7月份为企业让利8700亿元的构成，其中主要部分是利率下行，具体来看，降低利率减负4700亿元，其中LPR下行引导贷款利率下降减负3540亿元，债券利率下行为债券发行人减负790亿元。按照央行的测算8月份到年底还有4600亿元减负。

从货币司司长的回答来看，这4600亿元的减负并不意味着政策利率还要进一步下调，明确打消了降息的预期。7月15日，央行相关负责人表示，将把主要银行的贷款利率与LPR的点差纳入MPA中，这样即使LPR没有调降，贷款利率也可以下调，比如2020年7月企业贷款利率同比下降0.64个百分点，降幅要明显超过同期一年期LPR的降幅。考虑到存量企业浮动利率贷款有70至80万亿元左右，只要点差或者LPR一次性调降5个BP左右就可以完成。从这点看，继续期待政策利率下调放水显然是不现实的。

## （三）海外政策：美联储新政策框架更加重视就业和经济增长，并提高了通胀容忍度

### 1、经济增长乏力和菲利普斯曲线扁平化是本次框架变革的时代大背景

在美联储昨晚公布的长期目标和货币政策战略的修订声明中，明确阐述了对当前四项关键经济发展的理解：

首先，潜在或长期经济增速的预估水平有所下滑，经济增长相对于前几十年的表现有所放缓。

第二，美国和世界各国的利率总体水平都在下降，这使得美联储仅通过下调联邦基金利率来支撑经济的空间更小了。

第三，维持强劲的劳动力市场的好处怎么说都不为过，除了支持性货币政策外，还需要出台一系列相关政策来完成这一关键国家目标。

第四，创历史记录的强劲劳动力市场并没有引发通胀的显著上升，即菲利普斯曲线扁平化。

### 2、新框架的实质是以GDP为目标，通过经济增长改善就业，进而实现通胀目标，同时对通胀的容忍度上调

在就业目标方面，新框架将“较之充分水平的偏离”改成“较之充分水平就业不足的评估”。此项修改主要反映了三点：

一是美联储认识到一个强劲劳动力市场所带来的好处，特别是对许多中低收入社区而言。

二是美联储认为，一个强劲的就业市场可以在不引发通胀飙升的情况下维持下去，早期菲利普斯曲线陡峭的时候，通胀会随着劳动力市场走强而显著上升，那时，美联储会在就业即将升至其预估水平时收紧货币政策，以避免不必要的通胀上升。

三是反映了美联储会让就业在更高水平上运行，除非通胀出现不必要的上升迹象，或者出现其他可能阻碍实现政策目标的风险。

在价格稳定方面，新框架采用平均 2% 的通胀水平，即在通胀水平低于 2% 的时期过后，适当的货币政策可能会在一段时间内以实现稍高于 2% 的通胀水平为目标。这是因为，如果通胀率在经济下行后低于 2%，在经济强劲时也未超过 2%，随着时间的推移，平均通胀率将低于 2%，家庭和企业的通胀预期就会低于 2% 并向下运行，最终拉低实际通胀。

### 3、实现通胀目标的本质是为了保持美联储稳定经济的能力，但并不意味着美联储会放任通胀

美联储在声明中详细解释了为什么要实现通胀目标：

首先，低于预期水平的通胀，可能导致长期通胀预期下降，这反过来又会把实际通胀拉的更低，导致通胀和通胀预期不断走低的恶性循环。

第二，通胀预期会直接影响总体利率水平，如果通胀预期低于 2% 的目标，利率就会同步下降，使得经济低迷时期，通过降息来促进就业的空间就会更小，削弱通过降息来稳定经济的能力，而且这种动态一旦成型，就很难克服。

同时，美联储也提到，如果出现过度的通胀压力，或者通胀预期超过了目标水平，美联储也会毫不犹豫的采取行动。

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\\_2893](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2893)

