

流动性紧缩阶段性缓解，顺周期板块持续加仓

—每周流动性观察

民生 FOCUS

2020年8月24日

报告摘要：

● 宏观流动性：国内流动性收紧阶段性缓解，海外流动性宽松可能正在边际放缓

周一央行超额续作 MLF 使得近期流动性收紧的预期阶段性缓释。回溯二季度至今央行的货币政策操作，二季度开始央行的流动性投放转向锁长放短，缩量续作 MLF 成为常态，资金面逐步收紧，使得资金利率逐渐回升至政策利率水平。本次超额续作 MLF 体现货币政策从前期引导资金利率回升转向维稳资金面，说明目前的资金利率水平是央行认为的合意利率水平，再结合周一晚国常会再提引导贷款利率继续下行，流动性收紧可能阶段性暂缓。

本轮流动性周期，中国央行走在了全球央行的前面，结合基本面和7月份美联储会议纪要来看，海外流动性宽松可能正在边际放缓。7月份美联储会议纪要中对收益率曲线控制政策的表态不及市场预期，但不论采取何种政策（收益率曲线控制或是目前的量化宽松），美联储扩表的最终目的都是要给财政的赤字货币化提供支持。从当前美国的财政开支计划来看，如果实施的是共和党的开支计划，那么总规模1万亿美元只有上一轮2.2万亿美元的一半，如果11月民主党拜登上台，虽然刺激计划达到3万亿美元，但税改政策增加财政收入也会使得发债量下降，这意味着从整体规模上，宽松的力度正在边际下滑。另外，我们也可以观察到近期英国和德国的通胀数据都明显高于预期，如果通胀预期起来势必会掣肘海外货币宽松的进程。

● 市场情绪：情绪小幅回落，科技板块相对明显

本周市场情绪在周一政策利好助推下明显上行，但随后迅速继续滑落。整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，已经回落至6月中旬水平，结构上科技板块相对回落更加明显。

● 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

本周整体上北向资金小幅流出，杠杆资金恢复净流入，融资余额再创新高，公募基金仓位保持不变。行业配置上可以观察到，北向资金在过去一个月逐渐加速流出白酒、半导体等科技板块，转向银行、证券、汽车、煤炭等顺周期板块以及面板、游戏、光伏等低位科技板块。公募基金在本周也继续加速流出电子、医药，但配置方向较为分散，除了消费者服务、非银、化工、轻工等顺周期板块，受益于中报利好和景气度回升，也明显流入食品饮料和传媒板块。

● 新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达12只

本周新发权益类基金达12只。全A上市公司减持规模达150.2亿元，变化不大，回购金额明显回落，达20.98亿元，环比增加11.25亿元。

● 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

一、宏观流动性：国内流动性收紧阶段性缓解，海外流动性宽松可能正在边际放缓	3
(一) 国内流动性预计拐点已现.....	3
1、资金端受缴税期影响整体偏紧，继续向政策利率中枢靠拢.....	3
2、宏观流动性预计拐点已到.....	3
3、PPI 各分项小幅波动，通胀暂未见明显上行.....	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：流动性收紧阶段性缓释.....	7
(三) 海外政策：海外流动性宽松可能正在边际放缓.....	7
二、市场情绪：情绪继续回落，科技板块相对明显	8
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	12
(一) 整体情况：北向资金小幅流出，融资余额再创新高.....	12
(二) 公募基金：加仓传媒和食品饮料，减仓电子、医药和家电.....	12
(三) 北向资金：加仓面板、证券，减持动力电池、半导体.....	14
(四) 杠杆资金：加仓白酒、大金融，减持医药、科技.....	15
四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 12 只	17
(一) 新发基金：新发权益类基金 12 只.....	17
(二) 产业资本：减持规模小幅增加，回购规模明显扩大.....	17
五、风险提示	19

一、宏观流动性：国内流动性收紧阶段性缓解，海外流动性宽松可能正在边际放缓

周一央行超额续作 MLF 使得近期流动性收紧的预期阶段性缓释。回溯二季度至今央行的货币政策操作，二季度开始央行的流动性投放转向锁长放短，缩量续作 MLF 成为常态，资金面逐步收紧，使得资金利率逐渐回升至政策利率水平。本次超额续作 MLF 体现货币政策从前期引导资金利率回升转向维稳资金面，说明目前的资金利率水平是央行认为的合意利率水平，再结合周一晚国常会再提引导贷款利率继续下行，流动性收紧可能阶段性暂缓。

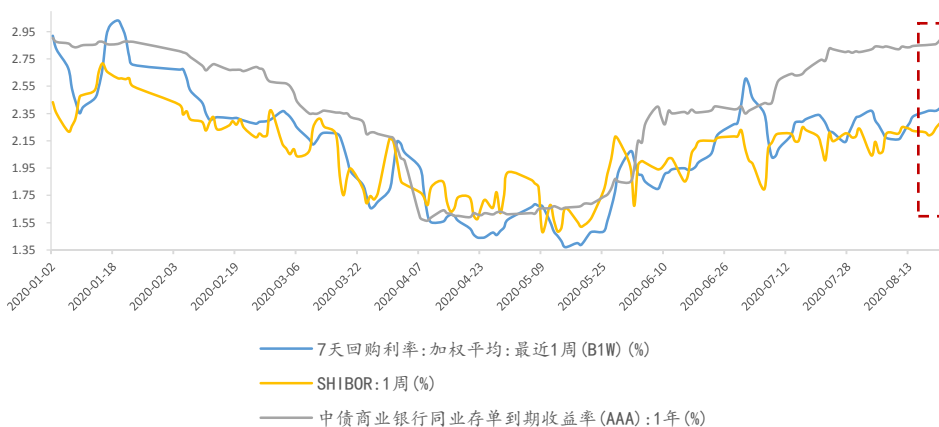
海外流动性宽松可能正在边际放缓。7 月份美联储会议纪要中对收益率曲线控制政策的表态不及市场预期，但不论采取何种政策（收益率曲线控制或是目前的量化宽松），美联储扩表的最终目的都是要给财政的赤字货币化提供支持。从当前美国的财政开支计划来看，如果实施的是共和党的开支计划，那么总规模 1 万亿美元只有上一轮 2.2 万亿美元的一半，如果 11 月民主党拜登上台，虽然刺激计划达到 3 万亿美元，但税改增加财政收入也会使得发债量下降，这意味着从整体规模上，宽松的力度正在边际下滑。

（一）国内流动性预计拐点已现

1、资金端受缴税期影响整体偏紧，继续向政策利率中枢靠拢

本周 7 天回购利率小幅回升 6 个 BP，SHB10R 利率上升 6 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率上行 4 个 BP。受缴税期间流动性压力较大，以及银行目前超储率较低的影响，资金利率继续收紧，整体还是维持在上升通道中。

图 1：本周资金端利率变动情况



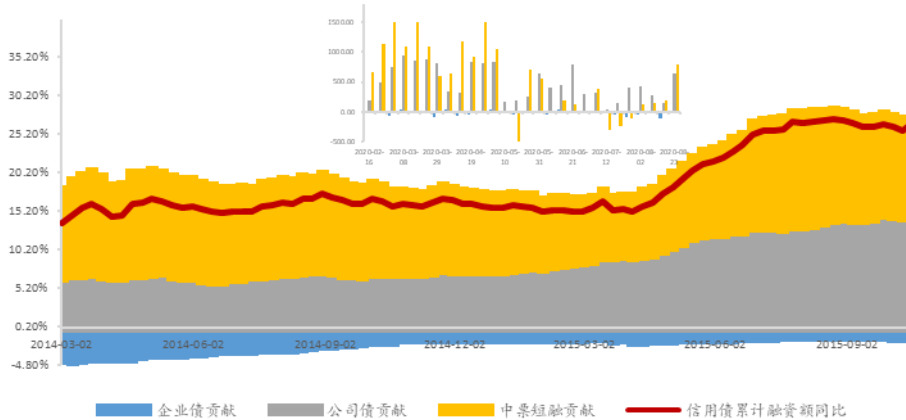
资料来源：WIND，民生证券研究院

2、宏观流动性预计拐点已到

信用债融资增速小幅反弹，但整体处于下行通道中。本周信用债融资余额增速从 25.62% 小幅下降至 26.57%，结构上公司债贡献从 14.37% 上行至 14.67%，中票短融贡献从 12.53% 升至 13.16%，结束了连续十二周下降。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。

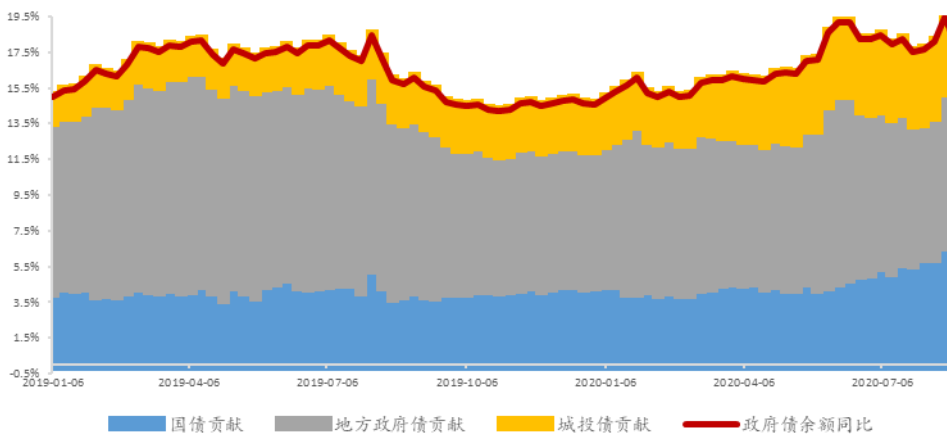
图 2：企业信用债融资同比增速情况



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 19.4% 回落至 18.2%，其中地方政府债贡献持平在 8.6%，国债贡献维持在 6.7%，城投债贡献从 4.2% 明显下降至 2.9%，这和近期存量城投债到期有关。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

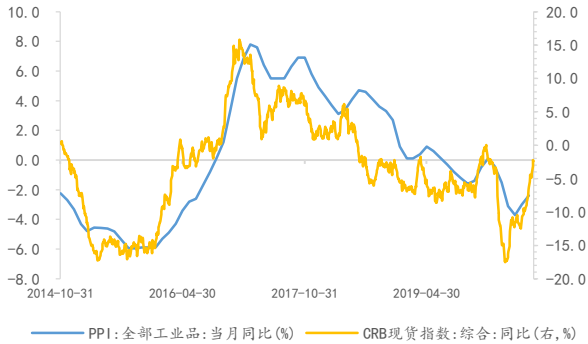


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、PPI 各分项小幅波动，通胀暂未见明显上行

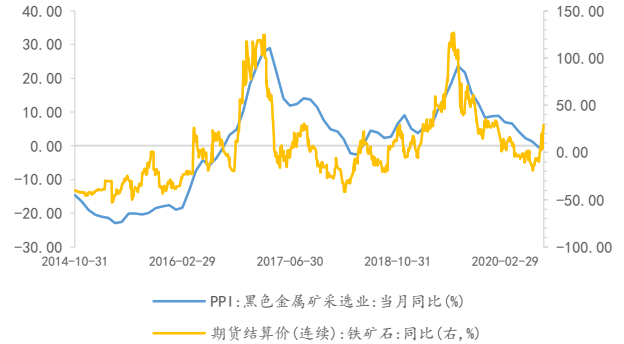
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周 CRB 现货指数继续上行，基本预示着 8 月份 PPI 将继续回升。分项里以铁矿石为代表的黑色金属矿价格回升较快，建筑施工可能正在加快。

图 4: PPI 及其前瞻指标



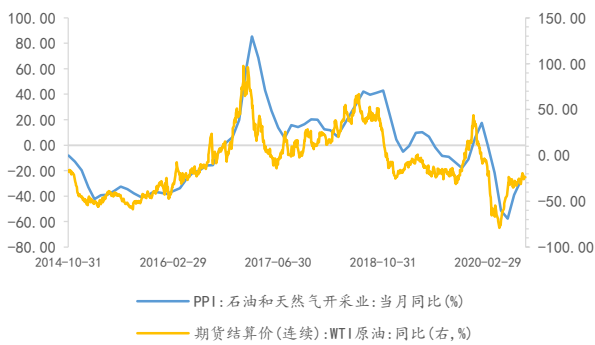
资料来源: WIND, 民生证券研究院

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



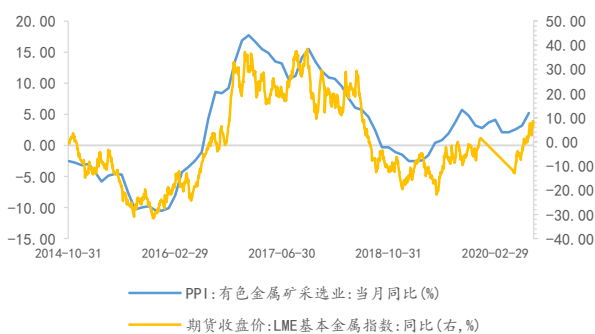
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 7: 煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



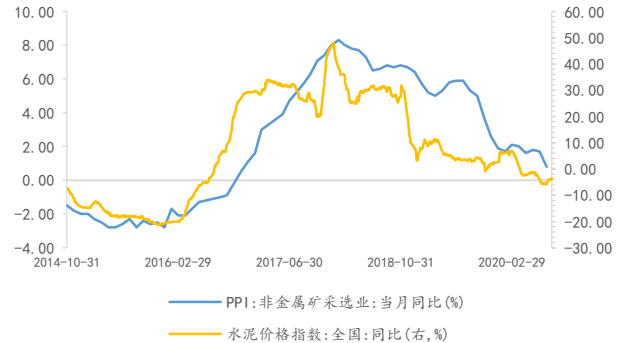
资料来源: WIND, 民生证券研究院

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

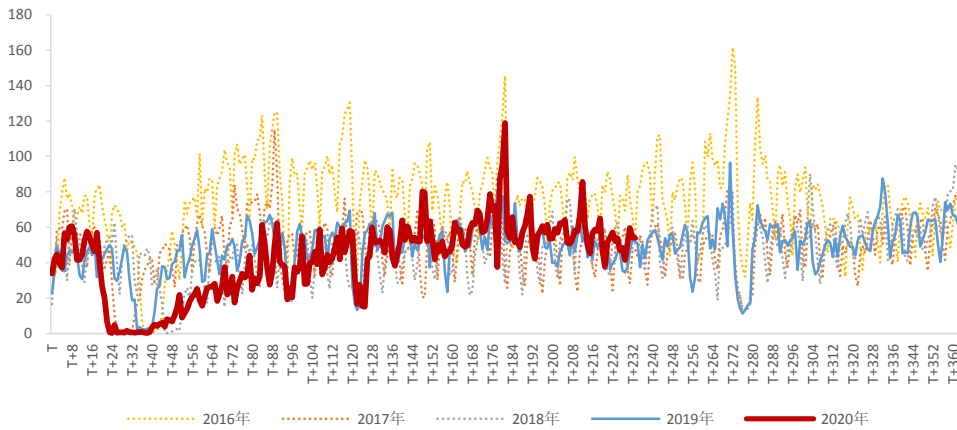


资料来源: WIND, 民生证券研究院

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 12% 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	-10.33	0.0
传媒	-5.11	0.0
电子	-11.97	11.7
房地产	-10.43	1.2
钢铁	-10.29	0.0
化工	-8.49	0.4
机械设备	-9.98	13.8
建筑材料	-7.68	0.0
建筑装饰	-13	4.6
交通运输	-5.05	0.0
汽车	-10.34	5
商业贸易	-7.54	0.0
食品饮料	-8.46	11.7
通信	-6.02	5.8
休闲服务	-9.11	8.4
医药生物	-5.05	0.0
有色金属	-5.73	0.4
煤炭开采	-12.79	0.0

资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）国内政策：流动性收紧阶段性缓释

本周货币政策方面释放宽松信号，流动性收紧预期阶段性缓释。回溯二季度至今的央行货币政策操作来看，二季度开始，央行的流动性投放转向锁长放短，缩量续作 MLF 成为常态，资金面逐步收紧，使得市场利率逐渐回升至政策利率水平。周一央行超额续作 MLF，货币政策从前期引导资金利率回升转向维稳资金面，说明目前的利率水平是央行认为的合意利率水平，再结合周一晚国常会再提引导贷款利率继续下行，流动性收紧预计暂告一段落。

房地产市场调控再度收紧，房企融资逐渐收紧。今年上半年房地产调控以人才政策、落户政策等宽松刺激为主，包括宁波、杭州、东莞、深圳等地都出现了炒房的现象，从7月开始，随着多个城市房价明显上涨，收紧的政策开始出现，例如7月2日，杭州对人才购房实施五年限售政策，同时扩大限购范围，东莞则对价格涨幅实施限制。7月6日宁波扩大了限购范围，并对地价严格控制。

表2：近一周最新房地产信息汇总

中央	
央行（未正式下发）	进一步收紧地产债融资，要求开发商保持甚至压降其发行债券的杠杆水平。银行间市场交易商协会要求新备案的债券募集资金仅能用于偿还旧债，此外，8月10日后备案的项目将只允许偿还不超过对应存量债务融资工具的85%。不过8月10日之前备案的地产债项目，存量债务融资工具仍可100%通过新发债券这一渠道。
住建部、央行	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会，会议指出，为进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产融资市场化、规则化和透明度，人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。

资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）海外政策：海外流动性宽松可能正在边际放缓

7月份美联储会议纪要中对收益率曲线控制政策的表态不及市场预期。本月美联储会议纪要显示，关于本次会议之后的货币政策前景，多名与会者认为，提供更清晰的联邦基金利率目标区间指引在未来某个时候是恰当的，这一措辞相比上一期会议发生了变化，态度不再如上期一样迫切，而本来市场对收益率曲线控制政策的推出抱有高度预期。

但不论是采取市场预期的收益率曲线控制还是当前的量化宽松政策，美联储扩表的最终目的都是要给财政的赤字货币化提供支持。从当前美国潜在的财政开支计划来看，如果实施的是共和党的开支计划，那么总规模1万亿美元只有上一轮2.2万亿美元的一半，而如果11月民主党拜登上台，虽然刺激计划达到3万亿美元，但税改增加财政收入也会使得发债量下降，这意味着从整体规模上，宽松的力度正在边际下滑。

再结合近期欧美密集公布的经济数据，疫情对经济伤害最大的时候已经过去，英国的通胀数据明显高于预期，德国通胀的数据也高于预期，这也使得宽松继续加码的必要性大大降低。美国十年期国债收益率近期从0.5%上行至0.7%左右，海外的流动性宽松可能正在边际放缓。

二、市场情绪：情绪继续回落，科技板块相对明显

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪在周一短暂回升后继续回落。上一轮杠杆牛市以来，融资买入额占成交额值比的上限较为稳定，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，本周进一步回落至 8.3%。

图 11：融资买入额占总成交额比例情况



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，主要热门行业均小幅下行，其中通信、电子回落较为明显。

图 12：融资买入额占总成交额比例：电子

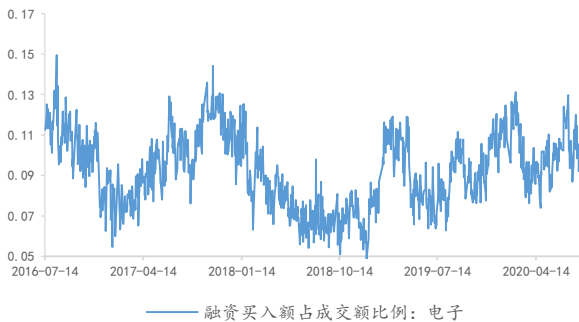
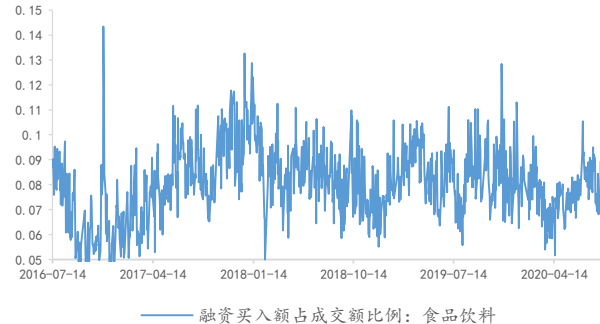


图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



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_3001

