

流动性拐点临近，A股风格均衡配置进一步加速

—每周流动性观察

民生 FOCUS

2020年8月17日

报告摘要：

● 宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一MLF续作情况

目前以社融增速为代表的宏观流动性拐点正在逐渐临近，从社融主要分项来看，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在6月底至7月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6月份数据环比下降0.75个百分点，也已经出现拐点迹象。

本周资金端继续保持紧平衡，对于债市而言，虽然有7月经济数据略低于预期的利好，但利率整体仍处于上行趋势中，主要矛盾集中在债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大。在经济复苏的情况下，总量降准降息可能性不大，重点关注下周一MLF续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

● 市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显

整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，本周小幅回落，科技医药降幅相对明显。

● 主要投资者配置变化：杠杆资金5月底以来首次净流出，北向资金恢复净买入

本周主要投资者流入流出情况发生反转，北向资金重新恢复净流入，尤其是在周五当天明显回流，以净流入银行股为主。杠杆资金自5月底以来首次出现净流出，明显流出前期的热门板块：半导体、证券和医药。市场的主线出现切换迹象，结合当前流动性拐点临近、经济持续复苏的宏观组合来看，A股结构上风格均衡配置预计将进一步加速。

● 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146.4亿元，环比增加14.26亿元，回购规模明显回落，达9.73亿元，环比减少68.19亿元。

● 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：流动性拐点临近，短期重点关注下周一 MLF 续作情况	3
(一) 宏观流动性预计拐点已到	3
1、资金端继续保持紧平衡，债市重点关注下周一 MLF 续作情况	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：房企发债规模进一步受限	7
二、市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显	8
三、主要投资者配置变化：杠杆资金 5 月底以来首次净流出，北向资金恢复买入	12
(一) 整体情况：北向资金恢复买入，杠杆资金 5 月底以来首次净流出	12
(二) 公募基金：加仓计算机和食品饮料，减仓电子、医药	12
(三) 北向资金：加仓银行、保险，减持水泥、白电、手机零部件	14
(四) 杠杆资金：加仓水泥、光伏，减持银行、面板、半导体、保险、证券	15
四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 11 只	18
(一) 新发基金：新发权益类基金 11 只	18
(二) 产业资本：减持规模小幅增加，回购规模明显扩大	18
五、风险提示	20

一、宏观流动性：流动性拐点临近，短期重点关注下周一 MLF 续作情况

目前以社融增速为代表的宏观流动性拐点正在逐渐临近，从社融主要分项来看，政府债（包括国债和地方政府债）和企业债融资存量高频同比数据均已在6月底至7月初见顶，从银行业总资产规模同比增速来看，6月份数据环比下降0.75个百分点，也已经出现拐点迹象。

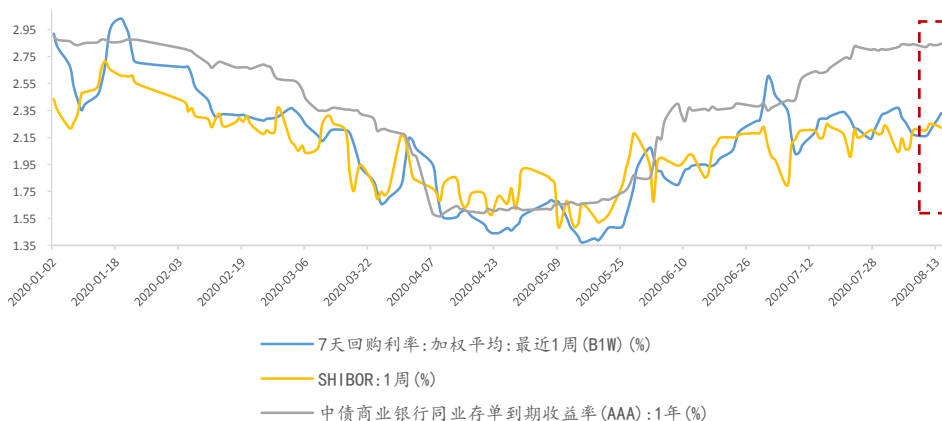
本周资金端继续保持紧平衡，对于债市而言，虽然有7月经济数据略低于预期的利好，但利率整体仍处于上行趋势中，主要矛盾集中在债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大。在经济复苏的情况下，总量降准降息可能性不大，重点关注下周一 MLF 续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

（一）宏观流动性预计拐点已到

1、资金端继续保持紧平衡，债市重点关注下周一 MLF 续作情况

本周7天回购利率小幅回升16个BP，SHB10R利率上升2个BP，一年期3A同业存单收益率维持不变。虽然本周有7月经济数据略低于预期的利好，但债市利率整体还是维持在上升通道中，资金端继续保持紧平衡。近期债市的主要矛盾在于债券的供需上，近两周国债一级招标利率明显上行，显示债券的供给压力过大，重点观察下周一 MLF 续作情况，如果继续缩量续作，债市仍将面临压力。

图1：本周资金端利率变动情况

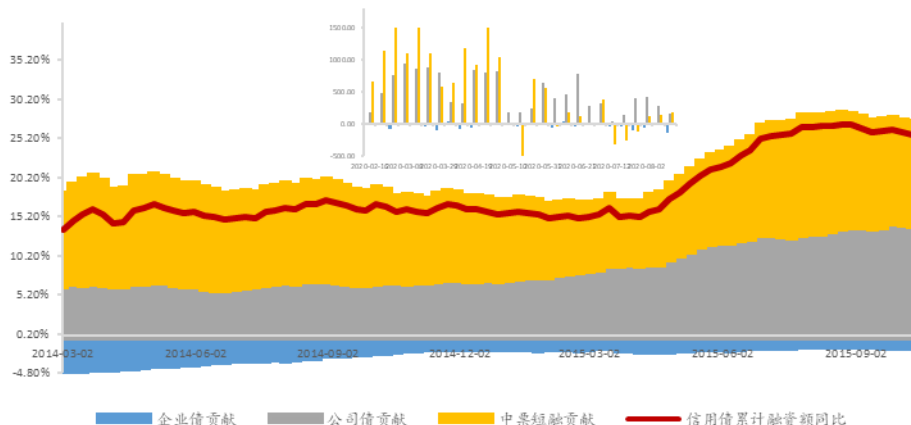


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、宏观流动性预计拐点已到

信用债融资增速继续下行。截止8月16日，信用债融资余额增速从25.97%小幅下降至25.63%，结构上公司债贡献从14.48%下行至14.38%，中票短融贡献从12.69%降至12.54%，连续十二周下降。信用债融资增速从7月初开始正当下滑，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。

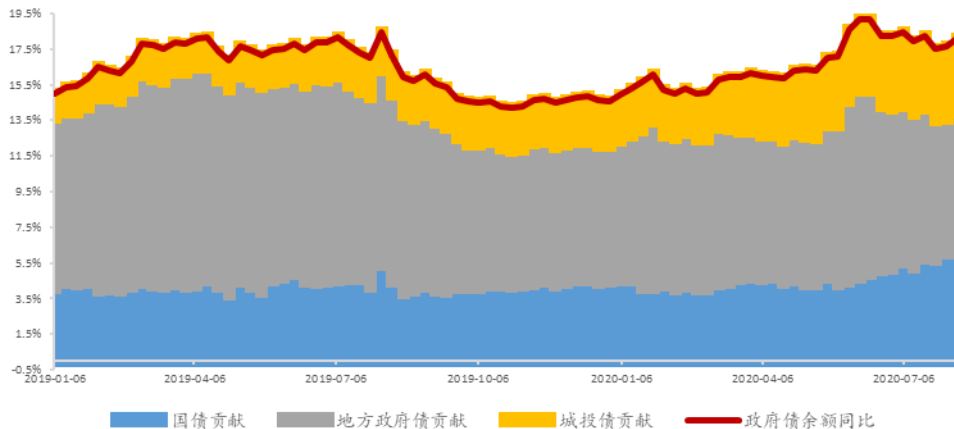
图 2：企业信用债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资增速小幅回升。截止 8 月 16 日政府债融资余额同比增速从 18.1% 小幅回升至本周 19.4%，其中地方政府债贡献从 7.9% 回升至 8.6%，国债贡献维持从 6.0% 回升至 6.7%，城投债贡献从 4.2% 小幅下降至 4.1%。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

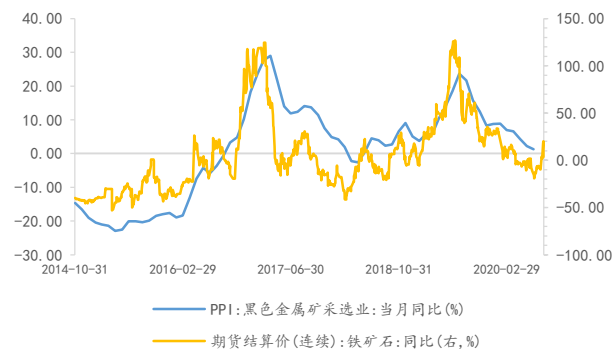
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周除铁矿石价格高频同比小幅上涨 1.67%，其余高频数据显示通胀各分项未见明显上行。

图 4: PPI 及其前瞻指标



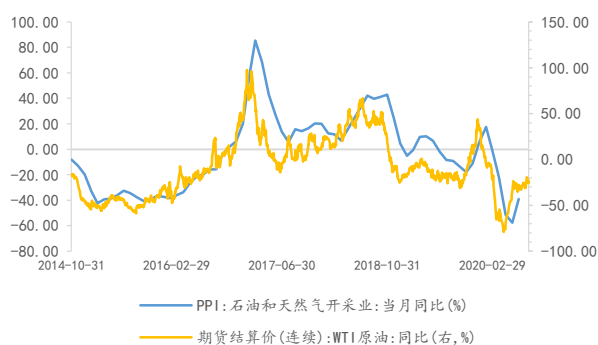
资料来源: WIND, 民生证券研究院

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



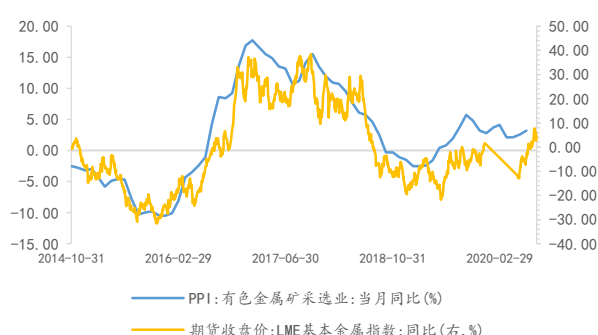
资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 7: 煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



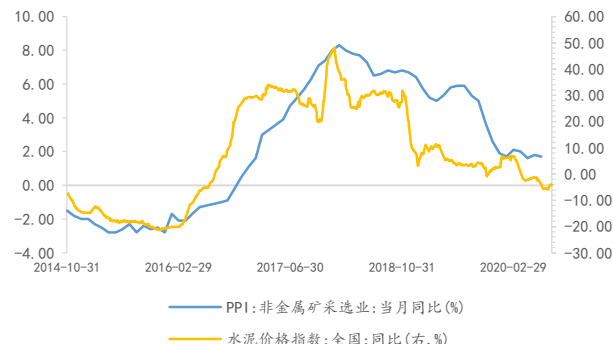
资料来源: WIND, 民生证券研究院

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

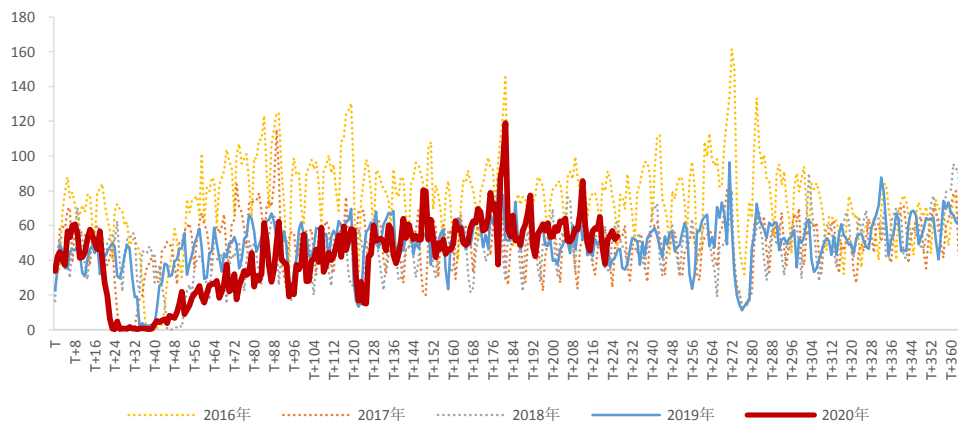
图 9: 非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



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，目前截止 8 月 14 日 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 5% 以下分位数。地产基建链条的房地产、钢铁、建材、建筑装饰大部分处于 20% 以下分位数。制造业相关的电子、化工、汽车等大部分处于 30% 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 (%)	2016 年至今历史百分位数 (%)
采掘	0.0	3.3
传媒	1.6	1.2
电子	-2.6	26.1
房地产	-3.7	16
钢铁	-0.6	6.7
化工	-4.4	4.2
机械设备	-2.9	40.9
建筑材料	-0.6	1.2
建筑装饰	-1.6	17.7
交通运输	-3.4	2.5
汽车	-4.2	16.4
商业贸易	-2.8	0.8
食品饮料	-5.3	27
通信	-1.4	16.4
休闲服务	-1.4	26.1
医药生物	0.8	0.8
有色金属	-1.1	4.6
煤炭开采	0.7	3.7

资料来源: WIND, 民生证券研究院

（二）国内政策：房企发债规模进一步受限

房地产市场调控再度收紧，房企发债规模将被限制。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

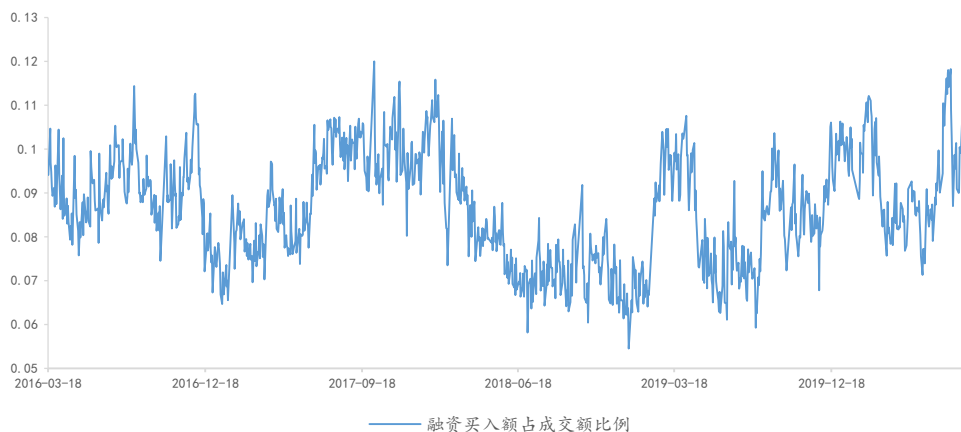
地方	
三亚	8月13日，三亚市委宣传部发布消息称，三亚将开展房地产市场专项整治工作，进一步加大对各方责任主体违法违规行为的查处力度，防止少数企业和个人利用政策炒作房地产。
中央	
央行（未正式下发）	进一步收紧地产债融资，要求开发商保持甚至压降其发行债券的杠杆水平。银行间市场交易商协会要求新备案的债券募集资金仅能用于偿还旧债，此外，8月10日后备案的项目将只允许偿还不超过对应存量债务融资工具的85%。不过8月10日之前备案的地产债项目，存量债务融资工具仍可100%通过新发债券这一渠道。

资料来源：WIND，民生证券研究院

二、市场情绪：情绪小幅回落，科技医药相对明显

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪小幅回落。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，本周回落至 8.85%。

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，其中消费者服务、医药、电新回落较为明显。

图 12：融资买入额占总成交额比例：电子

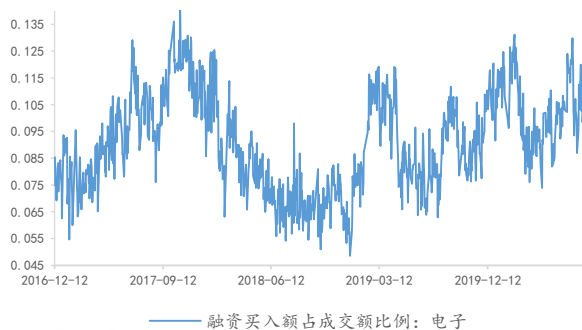
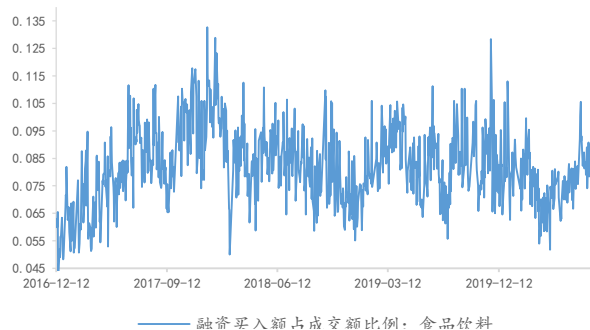


图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



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_3098

