民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

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

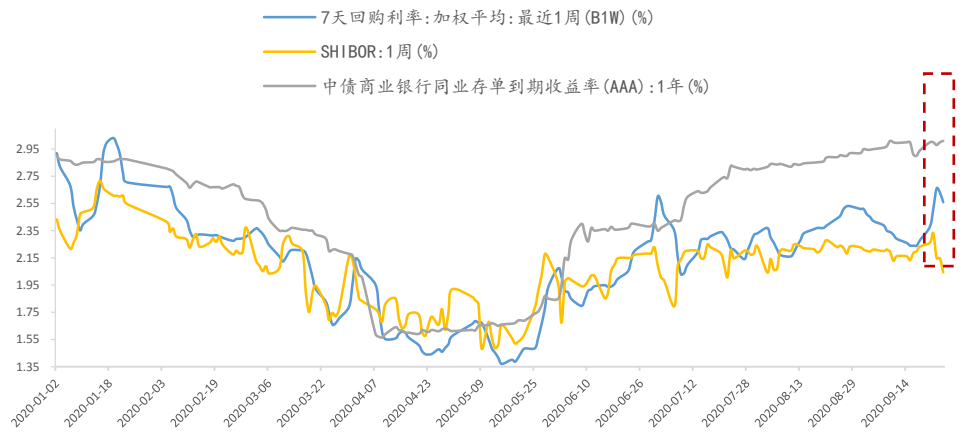
一、宏观流动性：资金端维持紧平衡，信用环境整体仍偏宽松.....3
（一）资金端：维持紧平衡.....3
（二）信用端：债市融资继续维持高位，信用环境整体仍偏宽松.....3
1、债市融资增速继续维持高位.....3
2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行.....4
（三）通胀风险：有色系略显趋弱.....5
二、市场情绪：市场情绪再度回落.....6
三、主要投资者配置变化：机构资金明显流出，新能源和顺周期板块相对占优.....8
（一）整体情况：机构资金明显流出.....8
（二）公募基金：明显加仓电新、消费者服务、有色和化工.....8
（三）北向资金：小幅流入动力电池、IDC、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，SHBIOR 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



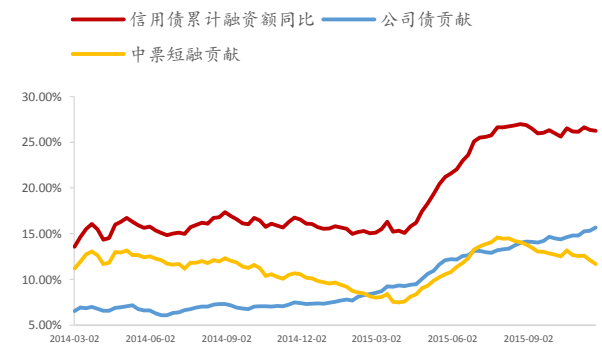
资料来源：WIND，民生证券研究院

（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

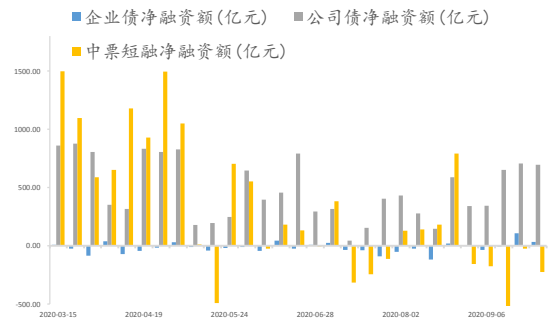
信用债融资增速小幅回落，信用环境整体仍偏宽松。本周信用债融资余额增速从 26.34%小幅下行至 26.24%，结构上公司债贡献从 15.34%上行至 15.66%，中票短融贡献从 12.11%下行至 11.67%。从结构上看近几周公司债净融资额持续放量，支撑信用债发行维持高增速，表明当前的信用环境仍是偏宽松的。

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

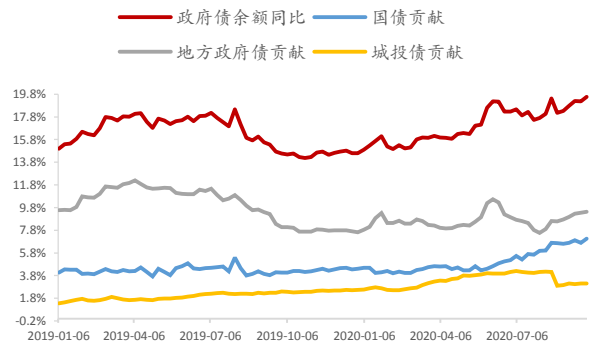
图 3：企业信用债净融资额边际变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

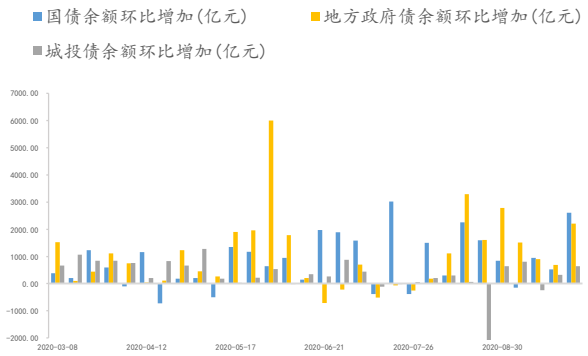
政府债融资增速小幅回升，发行高峰暂未过去。本周政府债融资余额同比增速持平从19.2%回升至19.6%，其中地方政府债贡献从9.3%回升至9.4%，国债贡献从6.7%回升至7.0%，城投债贡献维持在3.1%。结构上看，国债和地方政府债发行重新恢复上行，发行高峰也暂未过去，因此短期政府债融资增速仍将维持高位。

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

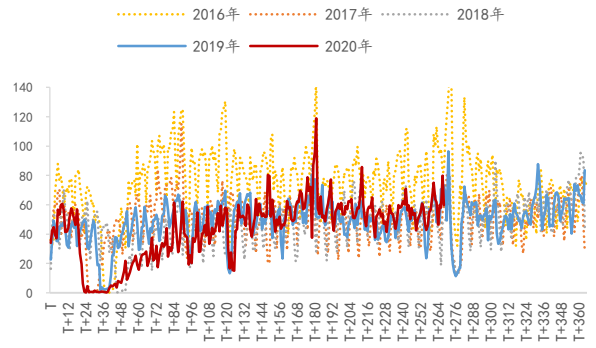


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行

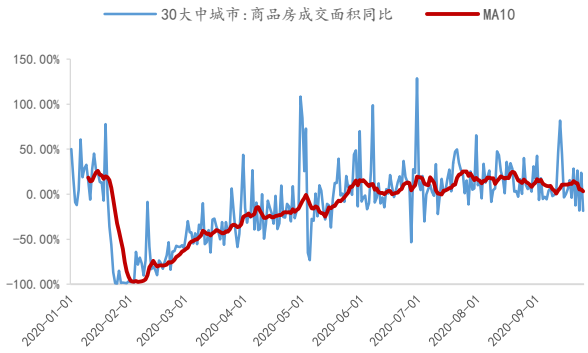
以30大中城市房地产成交面积来观察，9月初以来已经低于去年同期，房地产市场销售呈现下滑态势。这体现了8月20日“重点房地产企业座谈会”发布的重点房企融资新规开始对房地产市场产生影响，地产周期拐点可能已经出现。

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

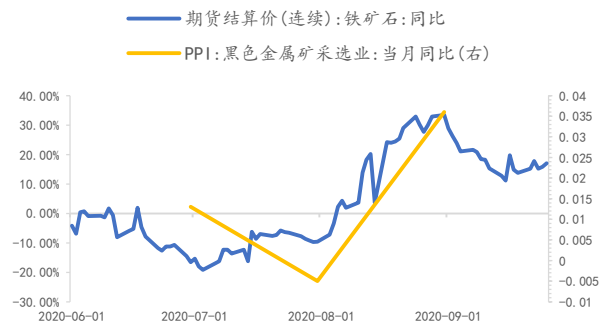


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）通胀风险：有色系略显趋弱

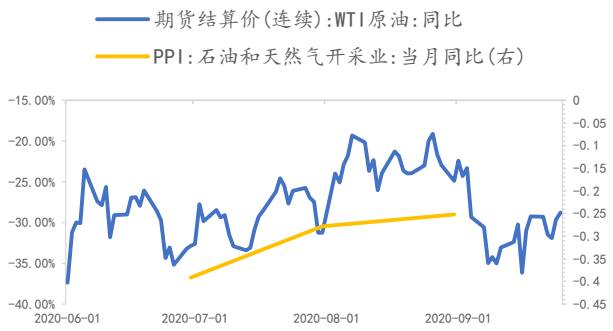
结构上看，铁矿石和煤炭为代表的黑色系仍是 PPI 回升的最大动能分项。油价经过前期回撤已经重新开始弱反弹，水泥价格回升较为平稳，但有色系价格有所回落。

图 9：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



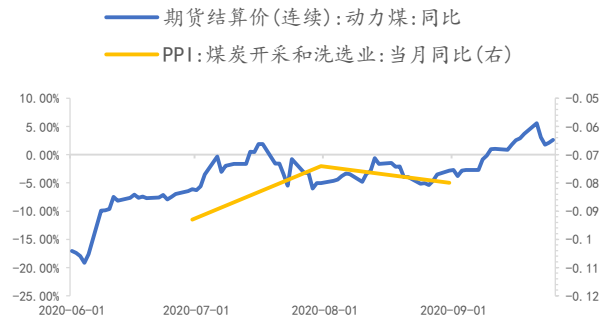
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



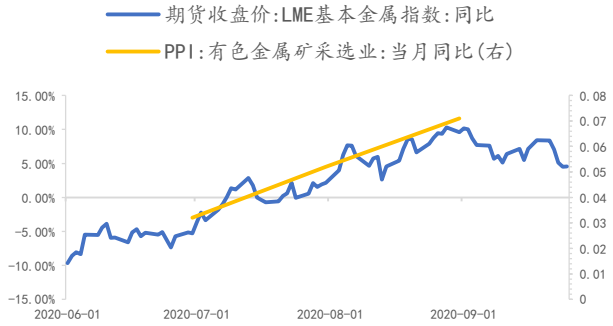
资料来源：WIND，民生证券研究院

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



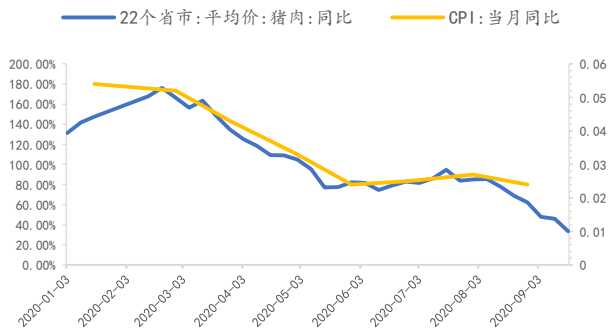
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

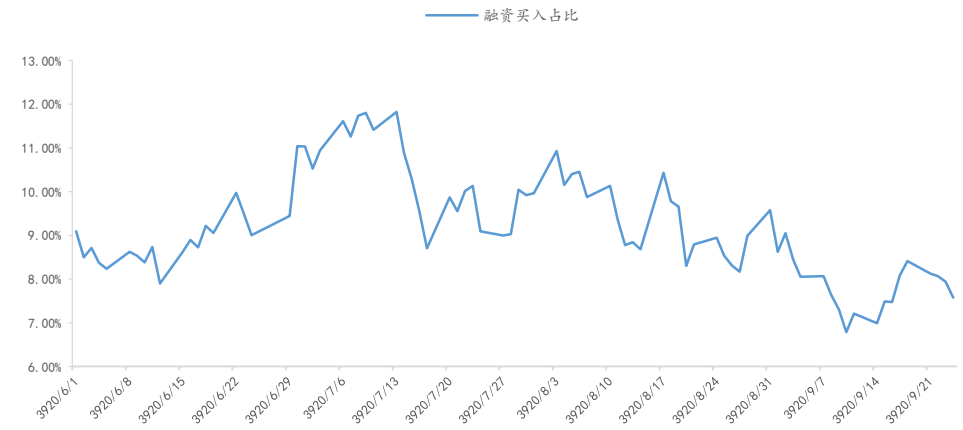


资料来源：WIND，民生证券研究院

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%。

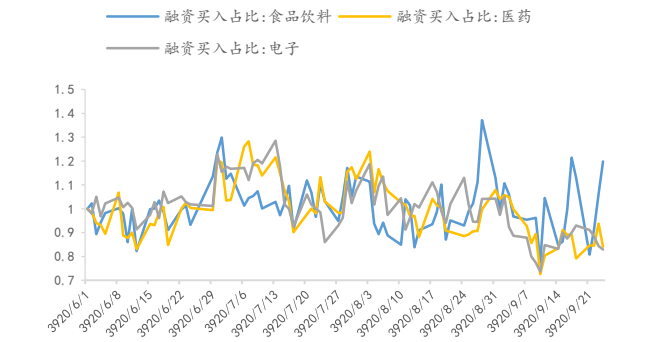
图 15：融资买入占比情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

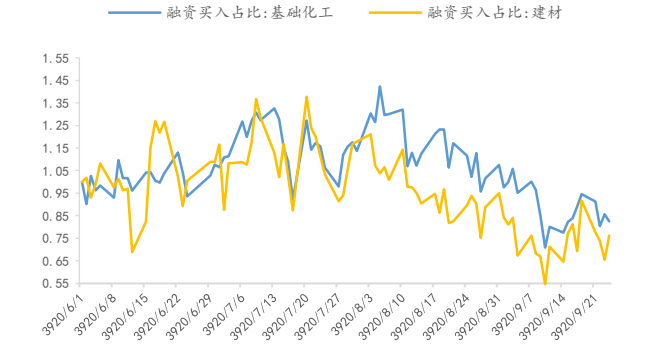
重点行业方面，从融资买入额占比来看，进食品饮料震荡回升。

图 16：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）



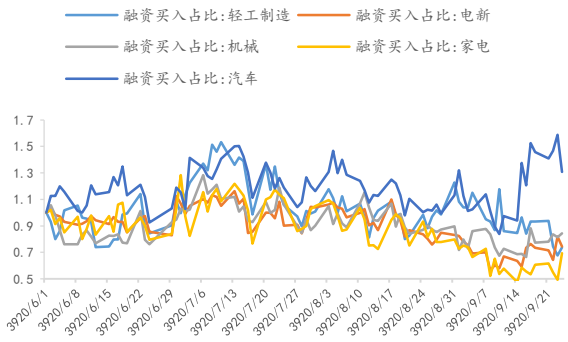
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）



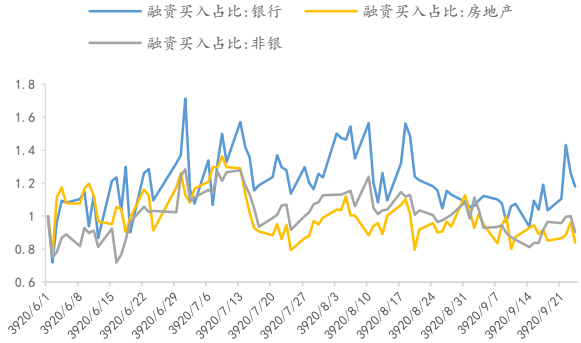
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）



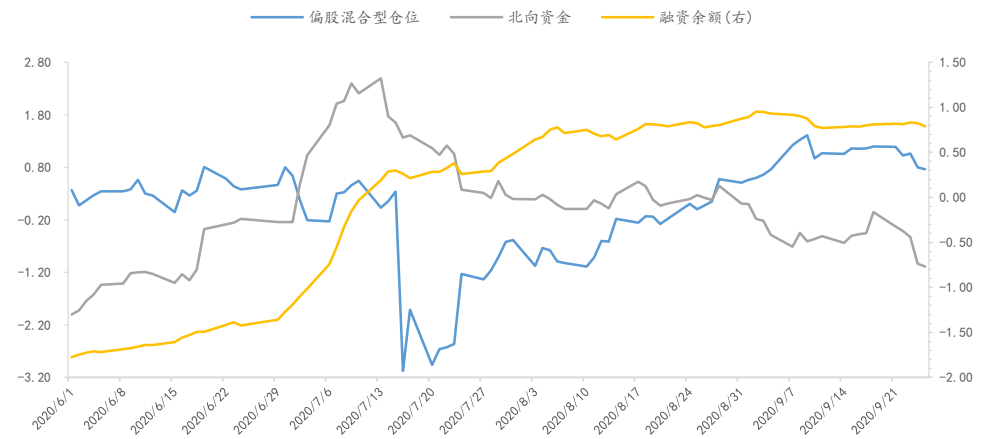
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）

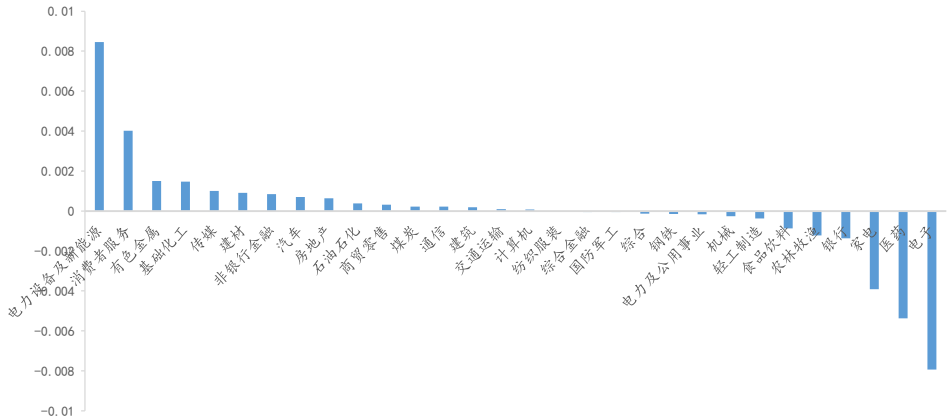


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：明显加仓电新、消费者服务、有色和化工

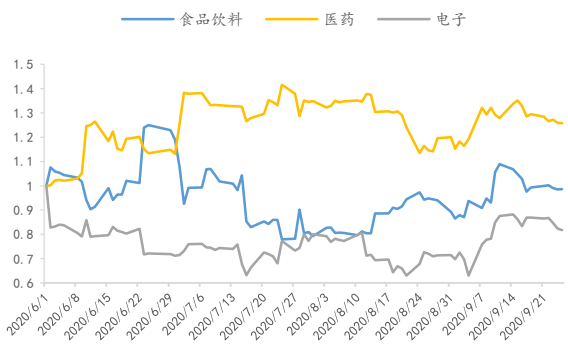
本周公募基金明显加仓了电新、消费者服务、有色金属和基础化工，明显流出了电子、医药、家电、银行、农林牧渔和食品饮料。

图 21：本周公募基金主要行业持仓变动



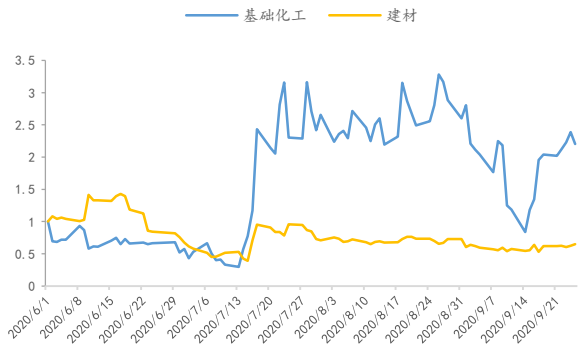
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



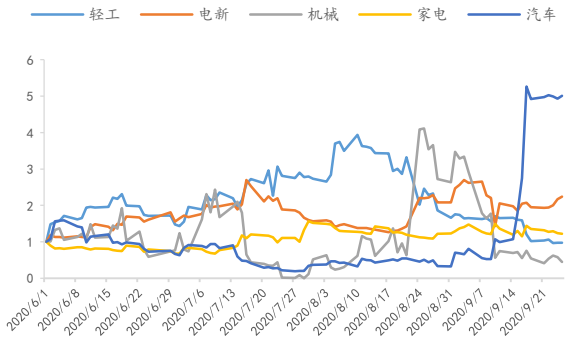
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



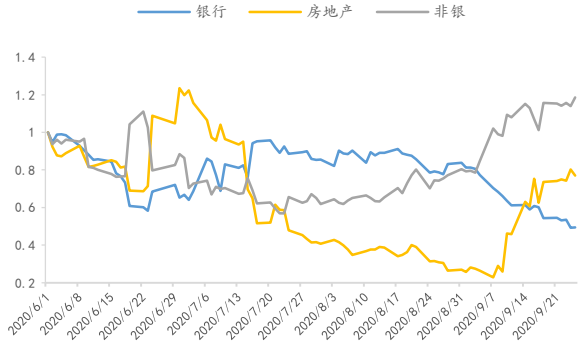
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：基金持仓：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 25：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）

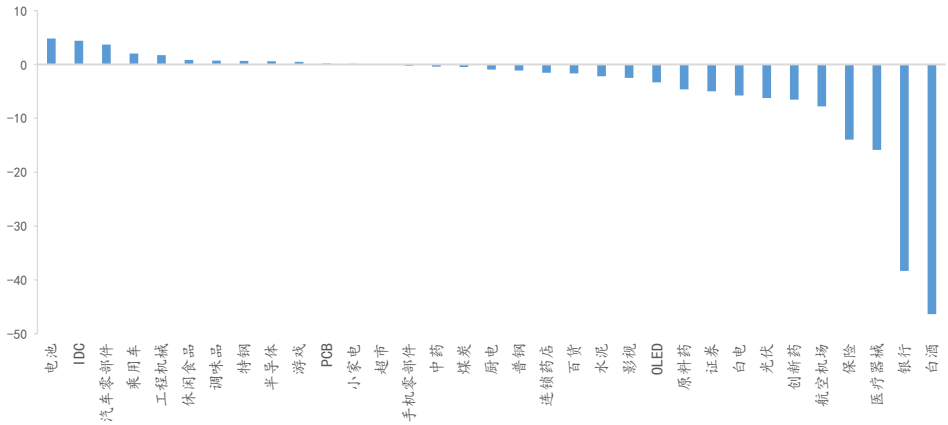


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：小幅流入动力电池、IDC、汽车零部件

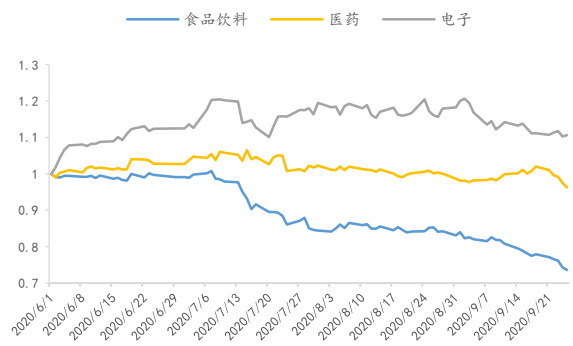
本周北向资金仅小幅流入动力电池、IDC、汽车零部件，大幅流出白酒、银行、医疗器械和保险。

图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块（亿元）



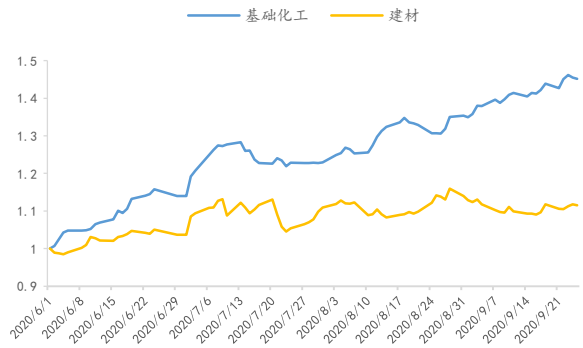
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



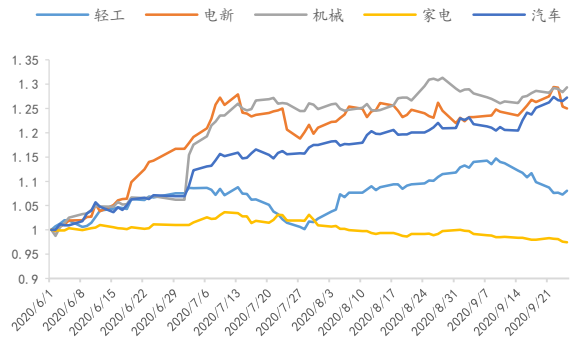
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）



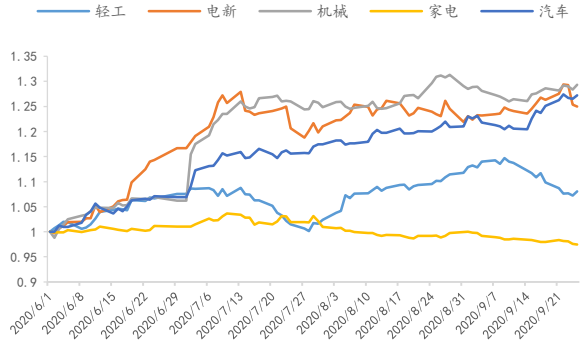
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：北向资金：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 30：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）

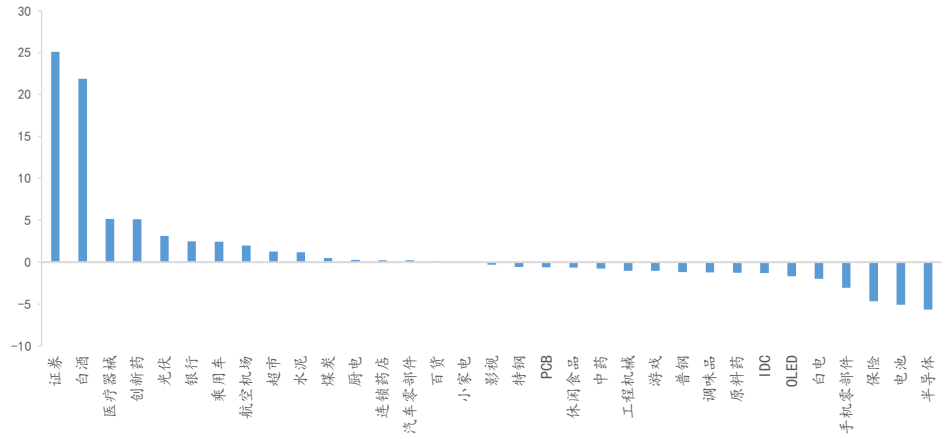


资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：明显流入证券、白酒，科技板块遭流出

本周杠杆资金明显流入了白酒、证券，明显流出了半导体、电池、保险、手机零部件。

图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块（亿元）



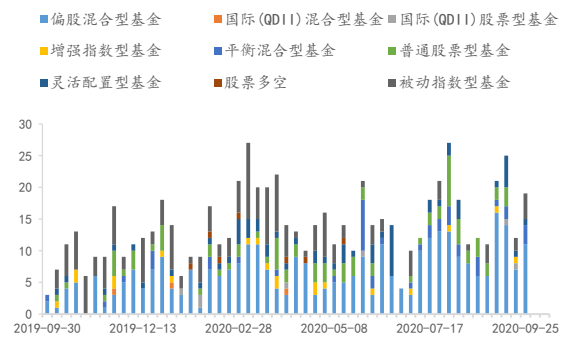
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

（一）新发基金：新发权益类基金 18 只

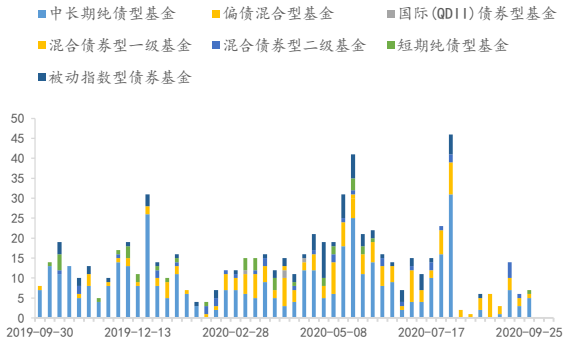
本周以认购起始日统计，共新发 18 只基金，其中值得注意的是有 4 只科创板 50ETF 被动指数型基金发行。

图 32：权益型基金新发情况（只）



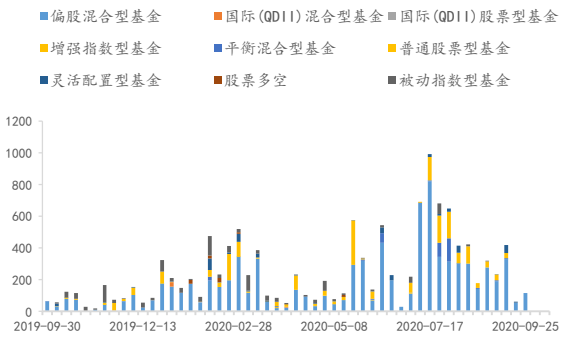
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：债券型基金新发情况（只）



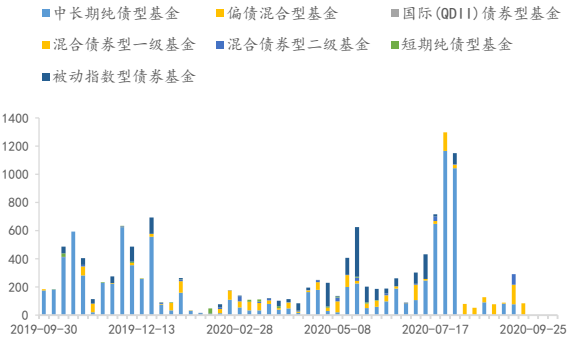
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：权益型基金新发情况（亿份）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：债券型基金新发情况（亿份）

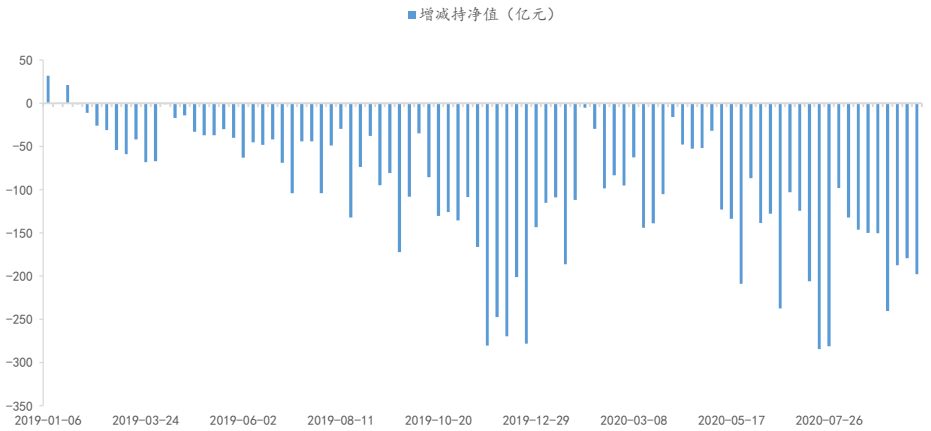


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）产业资本：减持规模小幅增加

本周全 A 上市公司减持规模达 197.85 亿元，环比上周增加 18.46 亿元，其中主要减持公司有药明康德、绝味食品、澜起科技、益丰药房、普利制药等。

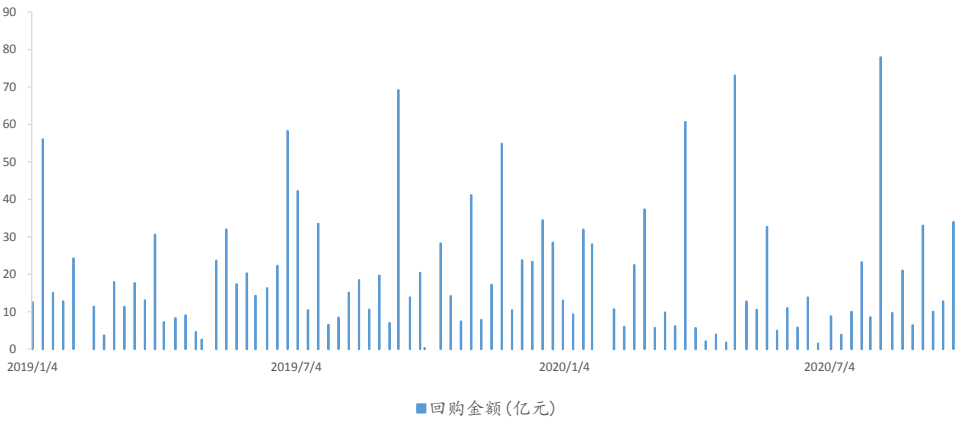
图 36：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周全 A 上市公司回购金额有所增加，达 33.96 亿元，环比增加 21.12 亿元。

图 37：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

下周发行新股中，体量较大的金龙鱼将迎来申购缴款。

表1：下周新股发行概览

简称	状态	申购价格（元/股）	发行数量(万股)
N新洁能	上市		
N伟时	上市		
N芯海	上市		
N山科	上市		
N天臣	上市		
N上纬	上市		
N爱美客	上市		
中岩大地	申购缴款	30.16	2429
帅丰电器	申购缴款	24.29	3520
宏力达	申购缴款	88.23	2500
金龙鱼	申购缴款	25.7	54216
东鹏控股	申购		
泛亚微透	申购		
熊猫乳品	申购		
北元集团	申购		

资料来源：WIND，民生证券研究院

五、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。

插图目录

图 1：本周资金端利率变动情况.....3
图 2：企业信用债融资同比增速情况.....3
图 3：企业信用债净融资额边际变化情况.....3
图 4：政府债融资同比增速情况.....4
图 5：政府债融资环比变化情况.....4
图 6：30 大中城市房地产成交面积(万平方米).....4
图 7：30 大中城市房地产成交面积同比.....4
图 9：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 10：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 11：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 12：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 13：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 14：CPI 及其主要影响指标.....5
图 15：融资买入占比情况.....6
图 16：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）.....6
图 17：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）.....6
图 18：融资买入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....7
图 19：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）.....7
图 20：机构资金整体持仓情况（标准化后）.....8
图 21：本周公募基金主要行业持仓变动.....8
图 22：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....9
图 23：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....9
图 24：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 25：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....9
图 26：本周北向资金主要净流入(出)板块（亿元）.....10
图 27：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....10
图 28：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）.....10
图 29：北向资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....10
图 30：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）.....10
图 31：本周杠杆资金主要净流入(出)板块（亿元）.....11
图 32：权益型基金新发情况（只）.....12
图 33：债券型基金新发情况（只）.....12
图 34：权益型基金新发情况（亿份）.....12
图 35：债券型基金新发情况（亿份）.....12
图 36：全 A 上市公司增减持情况.....13
图 37：全 A 上市公司回购情况.....13

表格目录

表 1： 下周新股发行概览.....14

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

钱力，策略分析师，美国杜兰大学金融学硕士，三年宏观策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。