策略研究

顺周期板块配置扩散，股市行情可以更乐观一些

—每周流动性观察 20200921

民生 FOCUS　　2020 年 9 月 21 日

报告摘要：

- **宏观流动性：信用环境仍偏宽松，此时言债底为时过早**

资金端，虽然本周三央行超额续作 MLF 使得资金利率有所下行，但临进季末和长假，如果后续投放不足，资金面仍会面临新的挑战。

信用端，信用债和政府融资增速仍然维持高位，从结构上看，近几周公司债净融资额持续放量，是信用债发行的主要支撑力量，表明当前的信用环境仍然是宽松的。

近期市场有关于债市见底的声音出现，从利率期限结构上，中短期利率核心因素看央行投放，长期利率核心因素主要看利率债供需矛盾和基本面，其中随着经济逐渐正常化，央行在资金面继续维持紧平衡，整体性持续宽松可能性不大，长端利率债发行高峰尚未过去，基本面也在加速向好，此时判断债市见底明显过早。

- **市场情绪：明显反弹**

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪明显复苏，可以对股市行情更乐观一些。

- **主要投资者配置变化：顺周期板块配置进一步扩散，相对估值更低的大金融开始获得青睐**

本周机构资金对顺周期板块配置进一步扩散，科技消费部分减仓，大金融板块明显获得增配。其中北向资金继续小幅减持电子、食品饮料，但明显加配了医药，顺著其板块中明显加配地产、保险、银行、建材，小幅加仓中游制造。公募基金小幅减持科技消费，明显加配汽车、化工、非银、地产。板块结构上相对更低的地产、保险、银行开始获得青睐。

行情上可以更乐观一些，从板块结构来看，机构资金在加仓顺周期时，对科技、医药、消费板块的配置并未出现大幅流出，甚至如医药还获得了逆势加仓，这体现的是资金，尤其是外资对 A 股的整体增配。从行业配置上，机构资金配置上更为均衡健康，科技、医药板块前期回调已经较为充分，部分行业估值重新回到合理区间。这些是目前市场相比 7 月初最为明显的不同。

- **新发基金和产业资本：新发权益类基金个数回落至均值水平，债券型基金继续维持低位**

本周共新发 12 只基金，其中 7 只偏股混合型为发行主力，新发一只创业板 ETF 基金和一只中证 500 指数增强型基金。

产业资本方面，减持规模小幅增加，回购金额也有所增加。

- **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

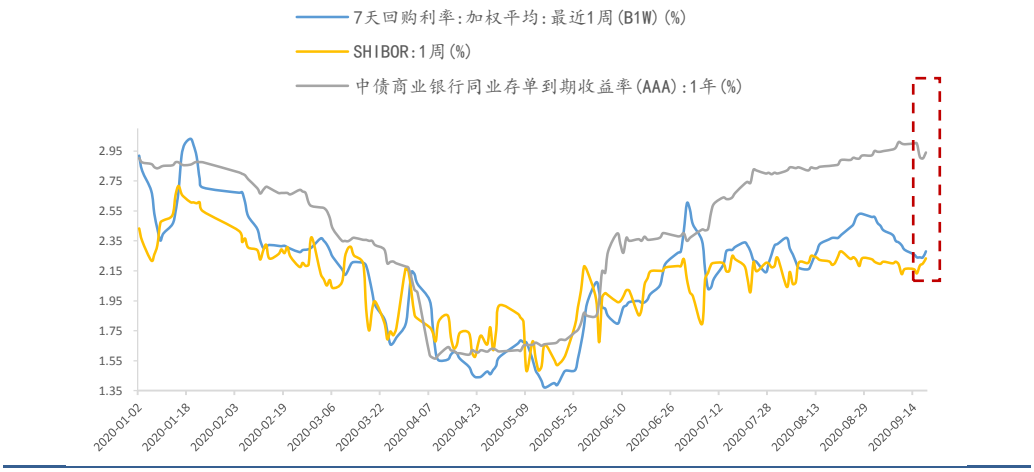
一、宏观流动性：信用环境仍偏宽松，此时言债底为时过早.....3
（一）资金端：临近季末和长假，边际上重点观察央行后续投放力度.....3
（二）信用端：债市融资继续维持高位，信用环境仍偏宽松.....3
1、债市融资增速继续维持高位.....3
2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行.....4
（三）利率期限结构：长端继续上行，难言债市见底.....4
（四）通胀风险：黑色系和非金属矿分项继续上涨.....5
（五）海外流动性：美联储 FOMC 会议增量信息较少，货币政策方向维持不变.....6
二、市场情绪：明显反弹.....8
三、主要投资者配置变化：顺周期板块配置进一步扩散，相对估值更低的大金融开始获得青睐.....10
（一）整体情况：北向资金明显回流，公募基金小幅加仓.....10
（二）公募基金：明显加仓汽车、化工、房地产.....10
（三）北向资金：明显加仓银行、电新、汽车、保险.....11
（四）杠杆资金：明显流入白酒、光伏、半导体、电新.....12
四、新发基金和产业资本：新发权益类基金个数回落至均值水平，债券型基金继续维持低位.....14
（一）新发基金：新发权益类基金 12 只.....14
（二）产业资本：减持规模有所缩小.....14
五、风险提示.....16

一、宏观流动性：信用环境仍偏宽松，此时言债底为时过早

（一）资金端：临近季末和长假，边际上重点观察央行后续投放力度

本周在周三央行 MLF 超额续作的背景下，7 天回购利率小幅下降 1 个 BP，SHBIOR 利率震荡上行 7 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率下行 5 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



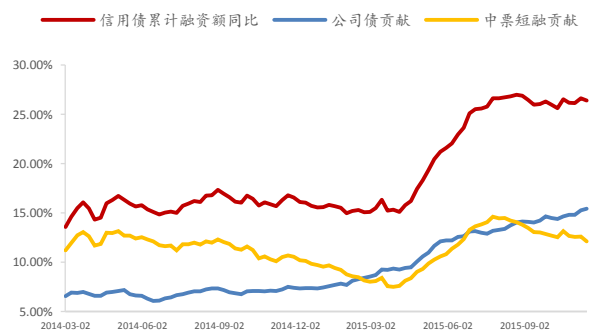
资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）信用端：债市融资继续维持高位，信用环境仍偏宽松

1、债市融资增速继续维持高位

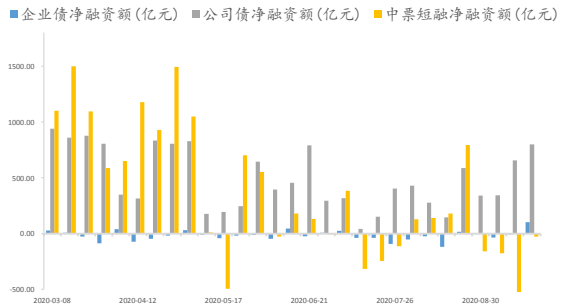
信用债融资增速继续小幅回落，信用环境仍偏宽松。本周信用债融资余额增速从 26.63%小幅下行至 26.41%，结构上公司债贡献从 15.24%上行至 15.41%，中票短融贡献从 12.60%下行至 12.11%。从结构上看近几周公司债净融资额持续放量，支撑信用债发行维持高增速，表明当前的信用环境仍是偏宽松的。

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

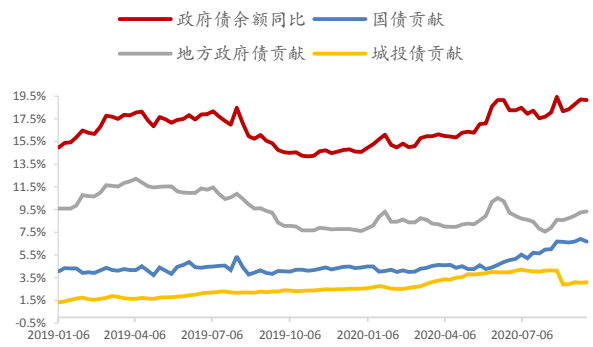
图 3：企业信用债净融资额边际变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

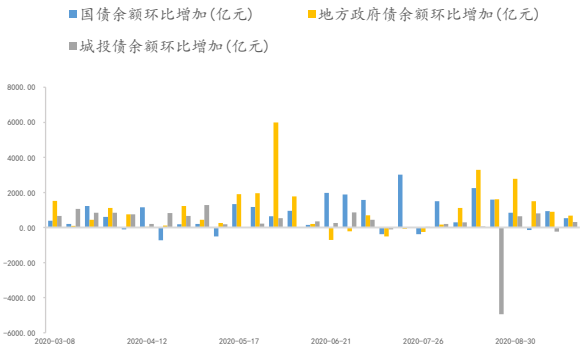
政府债融资增速与上周持平，发行高峰暂未过去。本周政府债融资余额同比增速持平在 19.2%，其中地方政府债贡献从 9.2%回升至 9.3%，国债贡献从 6.9%下降至 6.7%，城投债贡献维持在 3.1%。结构上看，国债和地方政府债发行重新恢复上行，发行高峰也暂未过去，因此短期政府债融资增速仍将维持高位。

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

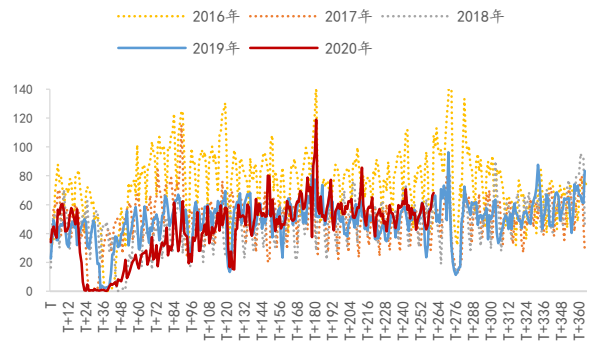


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、政策收紧之下房地产销售面积增速开始缓慢下行

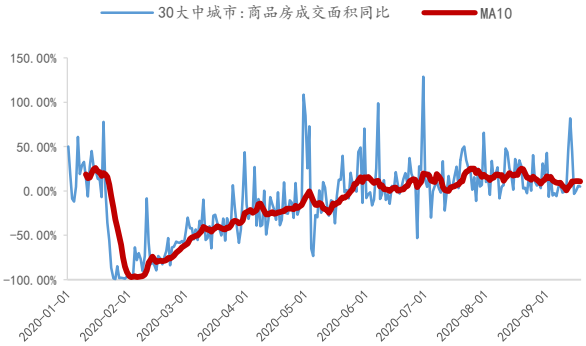
以 30 大中城市房地产成交面积来观察，9 月初以来已经低于去年同期，房地产市场销售呈现下滑态势。这体现了 8 月 20 日“重点房地产企业座谈会”发布的重点房企融资新规开始对房地产市场产生影响，地产周期拐点可能已经出现。

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

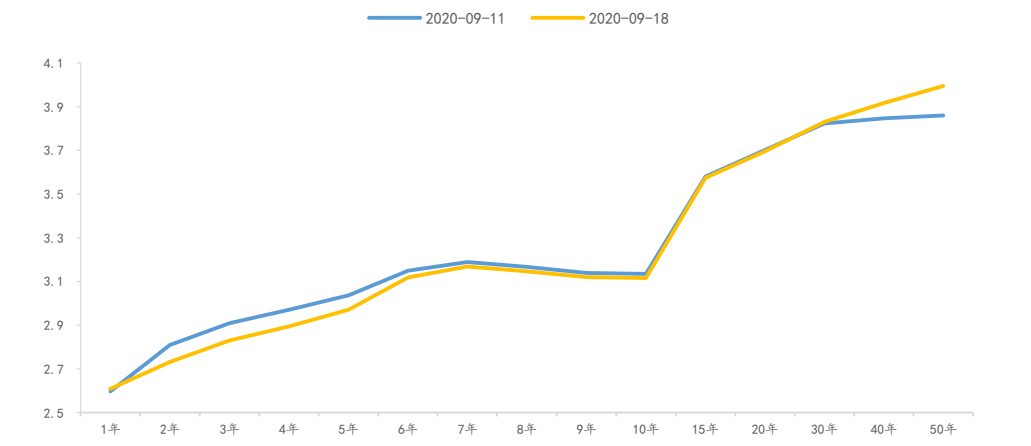


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）利率期限结构：长端继续上行，难言债市见底

中短期利率核心因素看央行投放，长期利率核心因素看利率债供需矛盾和基本面，此时判断债市见底明显过早，至少要等到利率债发行高峰过去。本周利率曲线结构呈现短端下行，长短上行的情况。短端主要受周三央行 MLF 超额续作影响，周中明显下行，但随后有所反弹，后续央行投放力度如果过少，短端在季末仍可能波动上行。长端利率主要受周五 450 亿国债发行影响，在发行利率高企的背景下，带动二级市场利率上行。

图 8：国债利率曲线结构(%)



资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）通胀风险：黑色系和非金属矿分项继续上涨

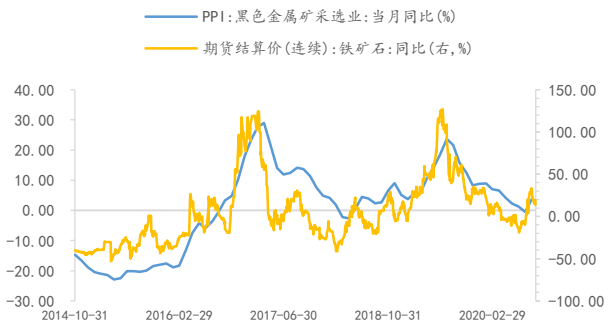
本周从 CRB 指数高频同比来看，9 月份 PPI 预计仍将延续复苏态势，本周油价已经回升至接近大跌前价位，证明原油市场供需并未发生根本性变化，仅是情绪面波动，PPI 继续上行的修复路径确定性较高。结构上，本周黑色系和非金属矿分项继续上涨，其它分项波动较小。

图 9：PPI 及其前瞻指标



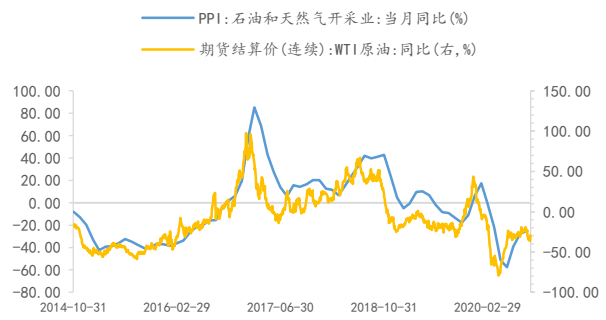
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



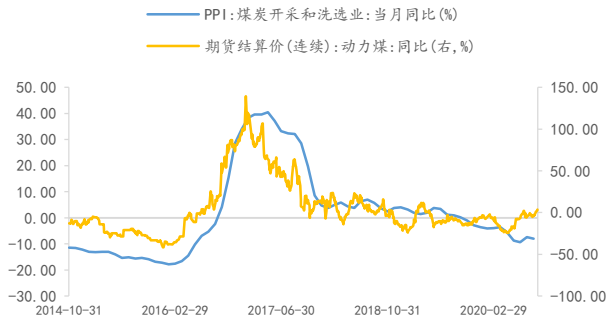
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



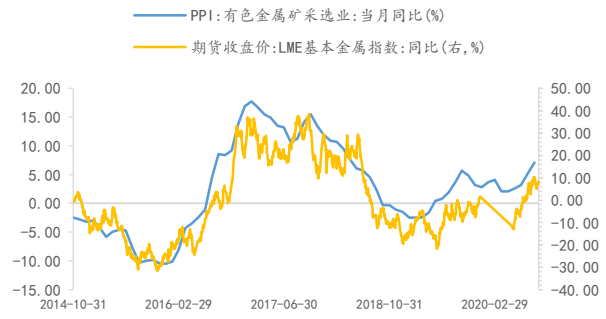
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



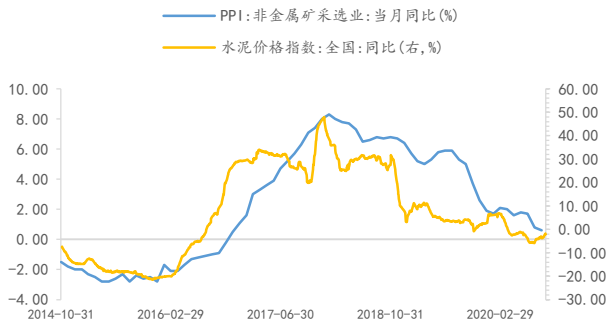
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：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 14：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

（五）海外流动性：美联储 FOMC 会议增量信息较少，货币政策方向维持不变

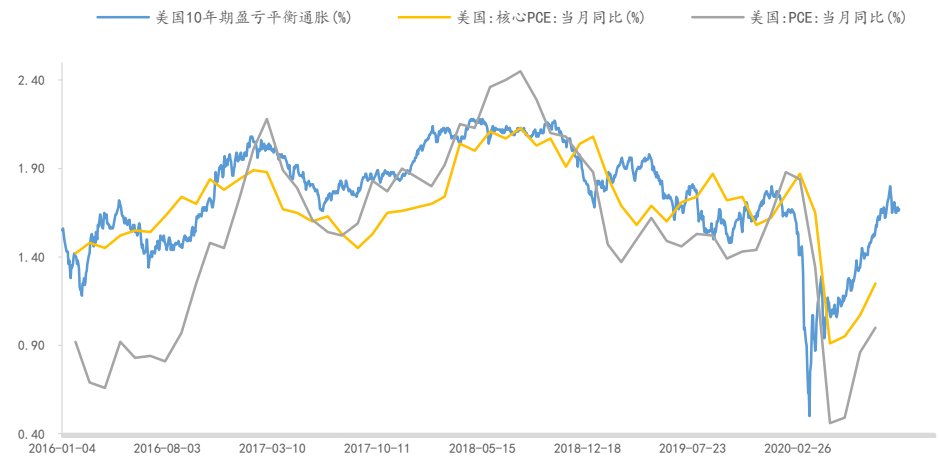
本周的美联储 FOMC 会议边际增量信息不多，有三点内容值得了解：

首先，在声明内容上，增加了有关允许通胀预期超调以及平均通胀目标的内容，与此前 Jackson Hole 会议所作的框架调整保持一致，并将保持当前的资产购买速度。

其次，在经济预测上，美联储上调了 2020 年的 GDP 预测，下调了对 2021 年、2022 年的经济预测，并且下调了 2020 至 2021 年的失业率预测，上调了 2020 年至 2021 年的通胀预测，反映了边际上更为乐观的基本面判断。

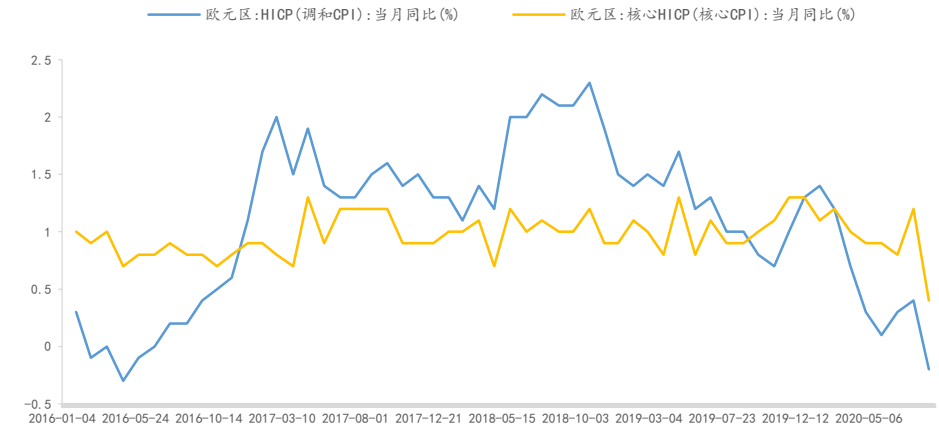
在利率点阵图方面，大多数委员认为在 2023 年以前都不应该提高利率，所有委员都认为 2021 年前都不应该加息。

图 15：美国通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：欧元区通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

二、市场情绪：明显反弹

整体上通过全 A 融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪明显回升。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，本周大幅回升至 8.08%。

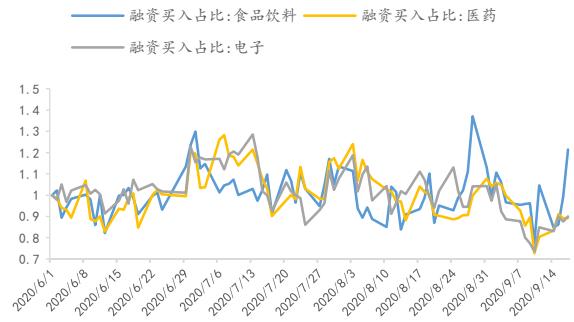
图 17：融资买入占比情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

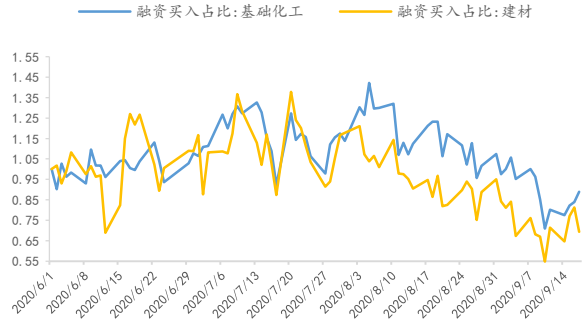
重点行业方面，从融资买入额占比来看，汽车、食品饮料回升明显。

图 18：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）



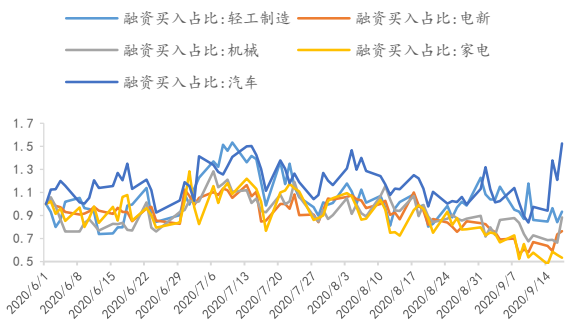
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）



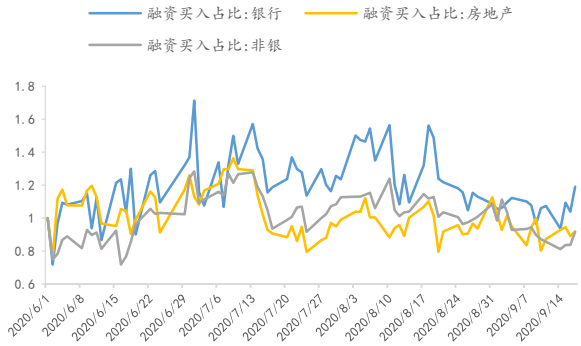
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 20：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 21：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）



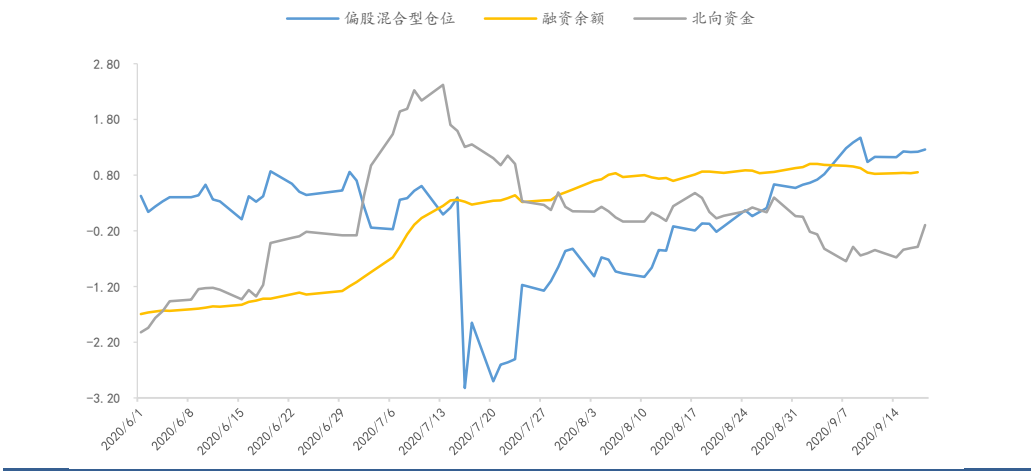
资料来源：WIND，民生证券研究院

三、主要投资者配置变化：顺周期板块配置进一步扩散，相对估值更低的大金融开始获得青睐

（一）整体情况：北向资金明显回流，公募基金小幅加仓

公募基金仓位小幅提升 0.04%，北向资金大幅净流入 108.32 亿元，融资余额增加 42.35 亿元。

图 22：机构资金整体持仓情况（标准化后）

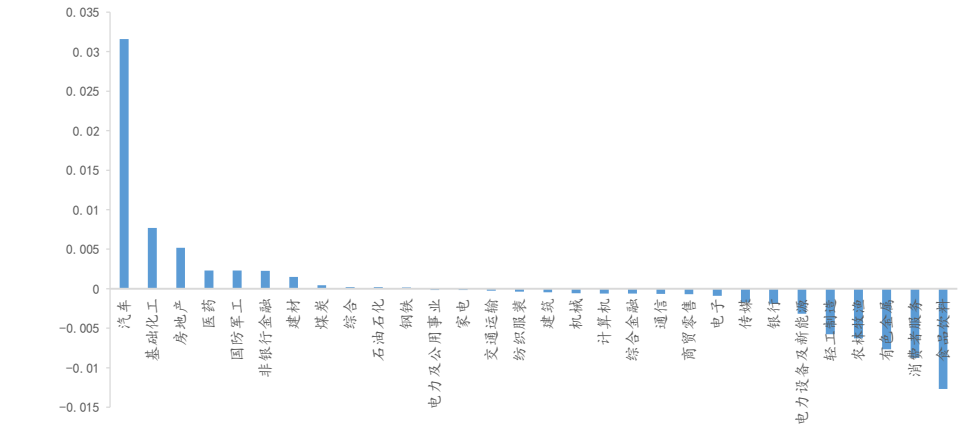


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：明显加仓汽车、化工、房地产

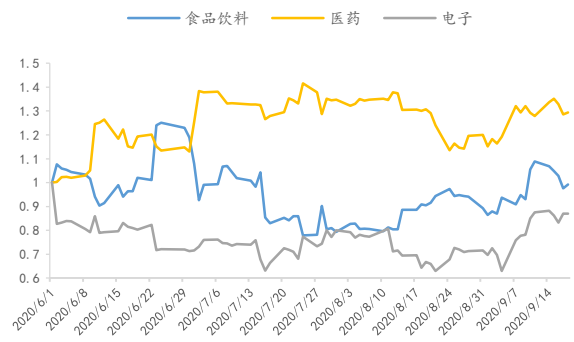
本周公募基金在顺周期板块中明显加仓汽车、化工、房地产，明显减仓了消费者服务、有色和轻工。在科技、医药、消费板块中加仓了医药，明显减仓了食品饮料。

图 23：本周公募基金主要行业持仓变动



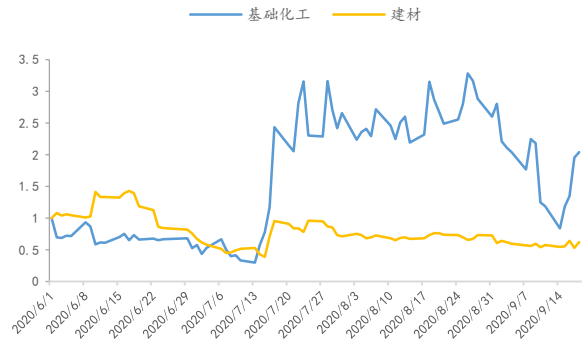
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



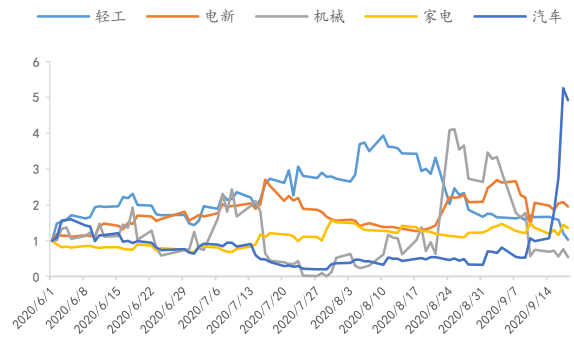
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



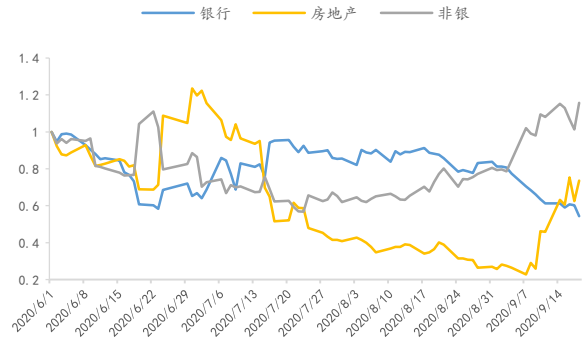
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：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 27：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）

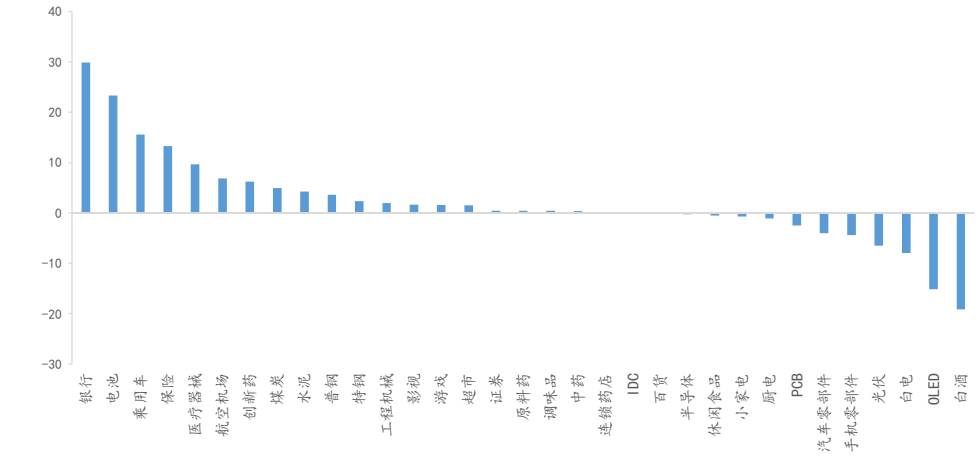


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：明显加仓银行、电新、汽车、保险

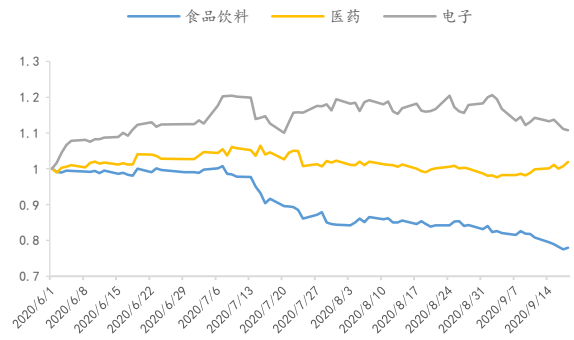
本周北向资金在顺周期板块中明显加仓了银行、乘用车、保险、航空机场，明显减仓了白电。在科技、消费、医药板块中明显加仓了动力电池、医疗器械、创新药，明显减仓了白酒、面板、光伏。

图 28：本周北向资金主要净流入(出)板块（亿元）



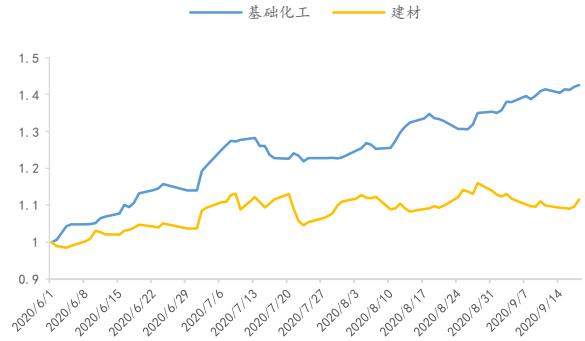
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 29：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



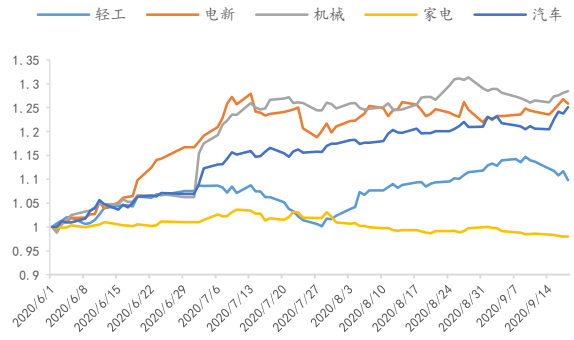
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 30：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）



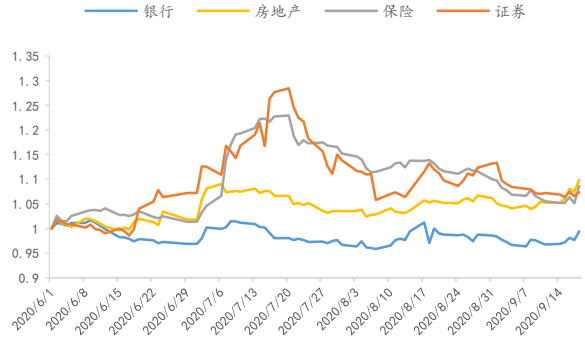
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 31：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 32：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）



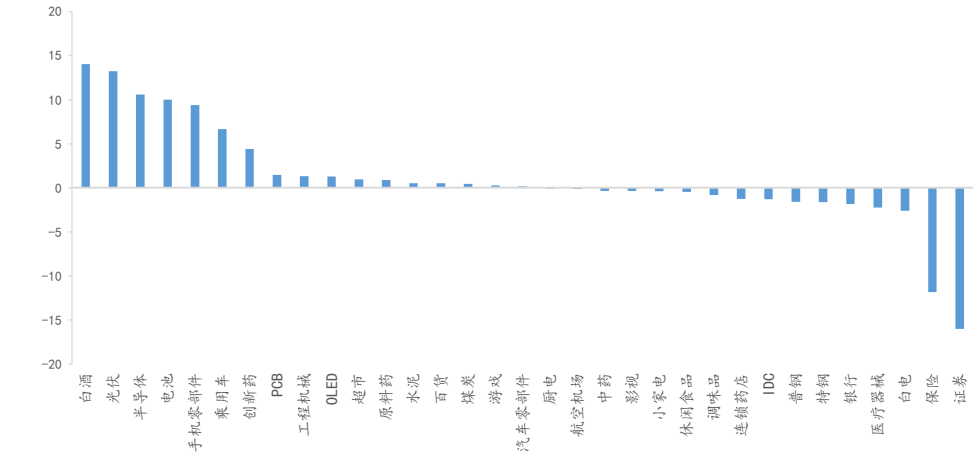
资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：明显流入白酒、光伏、半导体、电新

本周杠杆资金明显流入了白酒、光伏、半导体、动力电池、手机零部件、乘用车和创

新药，明显减仓了证券、保险。杠杆资金明显更为偏好科技板块。

图 33：本周杠杆资金主要净流入(出)板块（亿元）



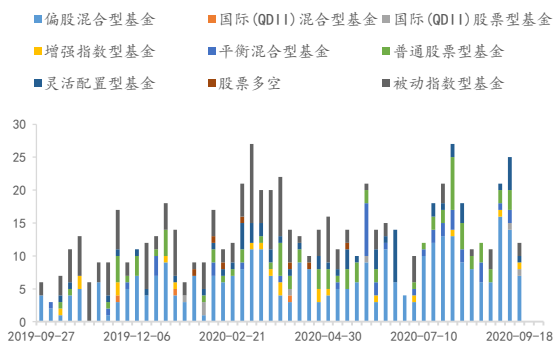
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：新发权益类基金个数回落至均值水平，债券型基金继续维持低位

（一）新发基金：新发权益类基金 12 只

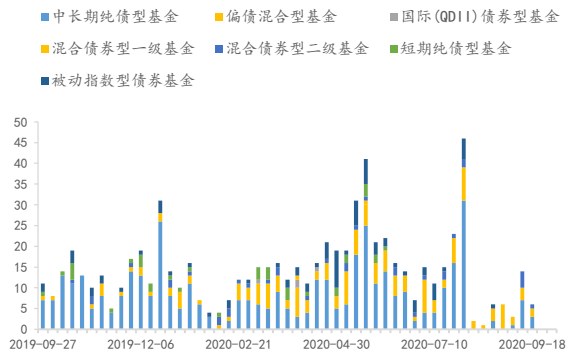
本周以认购起始日统计，共新发 12 只基金，其中 7 只偏股混合型基金为发行主力，新发一只创业板 ETF 基金和一只中证 500 指数增强型基金。

图 34：权益型基金新发情况（只）



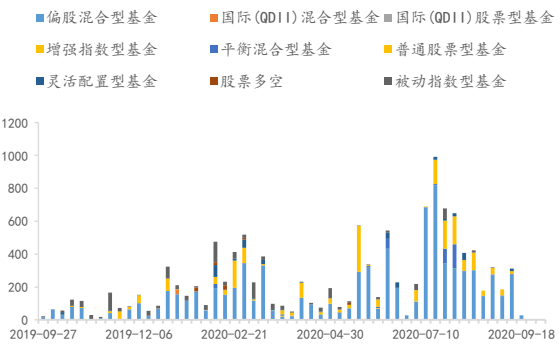
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：债券型基金新发情况（只）



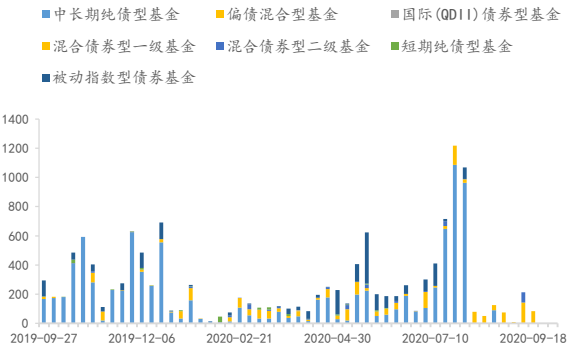
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 36：权益型基金新发情况（亿份）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 37：债券型基金新发情况（亿份）

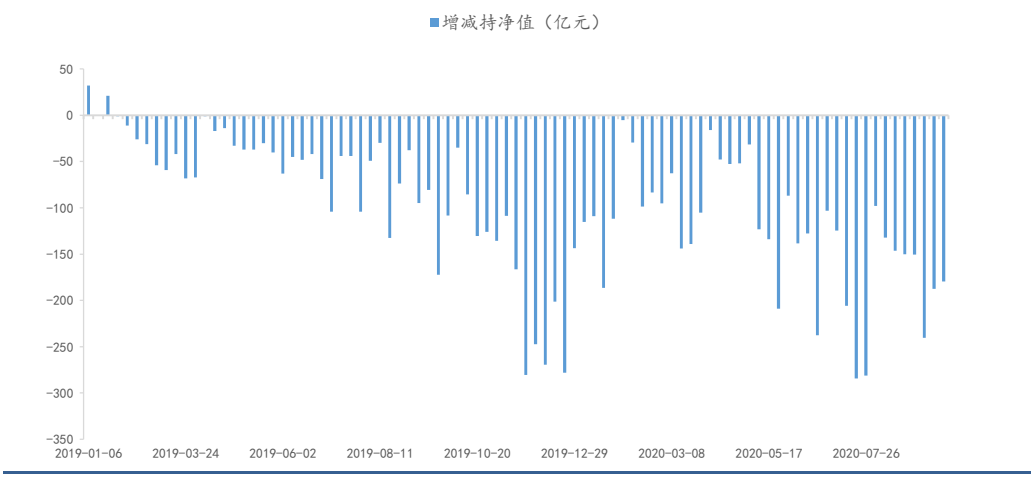


资料来源：WIND，民生证券研究院

（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 179.38 亿元，环比上周增加 8.24 亿元，其中主要减持公司有药明康德、宁波银行、澜起科技、世纪华通、宇信科技等。

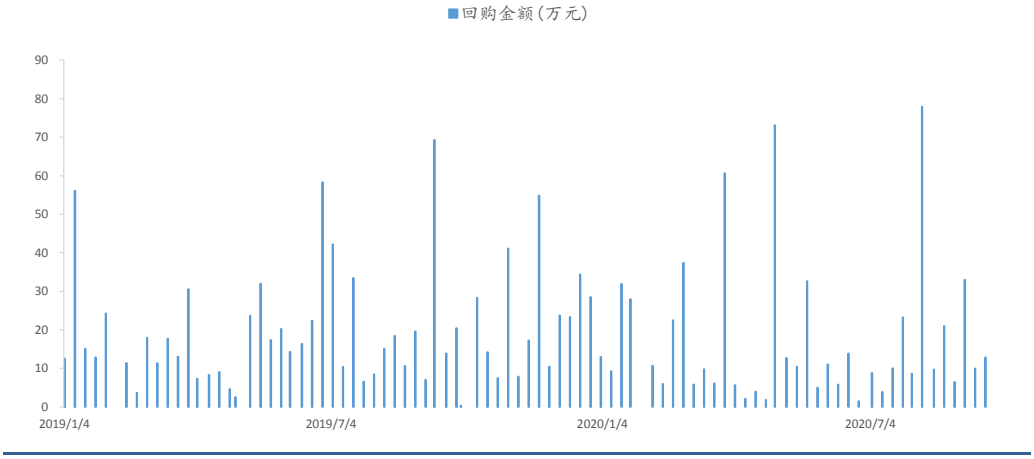
图 38：全 A 上市公司增减持情况



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 12.85 亿元，环比增加 2.90 亿元。

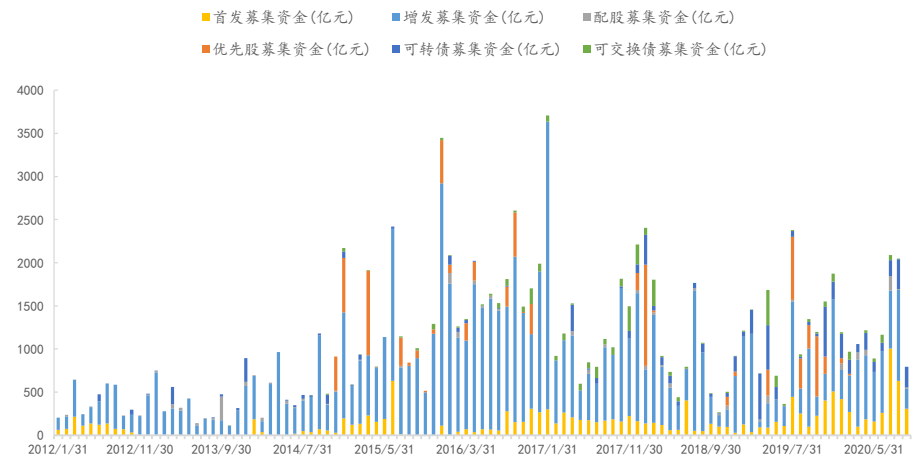
图 39：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止本周结束，9 月份全 A 一级市场 IPO 融资达 307.81 亿元，增发募资达 230.70 元，可转债和可交换债募资达 244.06 亿元。

图 40：全 A 一级市场融资情况



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 8：国债利率曲线结构(%).....5
图 9：PPI 及其前瞻指标.....5
图 10：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 11：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....6
图 12：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....6
图 13：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....6
图 14：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....6
图 15：美国通胀水平跟踪.....7
图 16：欧元区通胀水平跟踪.....7
图 17：融资买入占比情况.....8
图 18：行业融资买入占比：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 19：行业融资买入占比：化工、建材（标准化后）.....8
图 20：融资买入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 21：行业融资买入占比：银行、地产、非银（标准化后）.....9
图 22：机构资金整体持仓情况（标准化后）.....10
图 23：本周公募基金主要行业持仓变动.....10
图 24：公募基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....11
图 25：公募基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....11
图 26：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....11
图 27：公募基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....11
图 28：本周北向资金主要净流入(出)板块（亿元)).....12
图 29：北向资金净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....12
图 30：北向资金净流入：化工、建材（标准化后）.....12
图 31：北向资金：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....12
图 32：北向资金：银行/地产/保险/券商（标准化后）.....12
图 33：本周杠杆资金主要净流入(出)板块（亿元）.....13
图 34：权益型基金新发情况（只）.....14
图 35：债券型基金新发情况（只）.....14
图 36：权益型基金新发情况（亿份）.....14
图 37：债券型基金新发情况（亿份）.....14
图 38：全 A 上市公司增减持情况.....15
图 39：全 A 上市公司回购情况.....15
图 40：全 A 一级市场融资情况.....16

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。