策略研究

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。

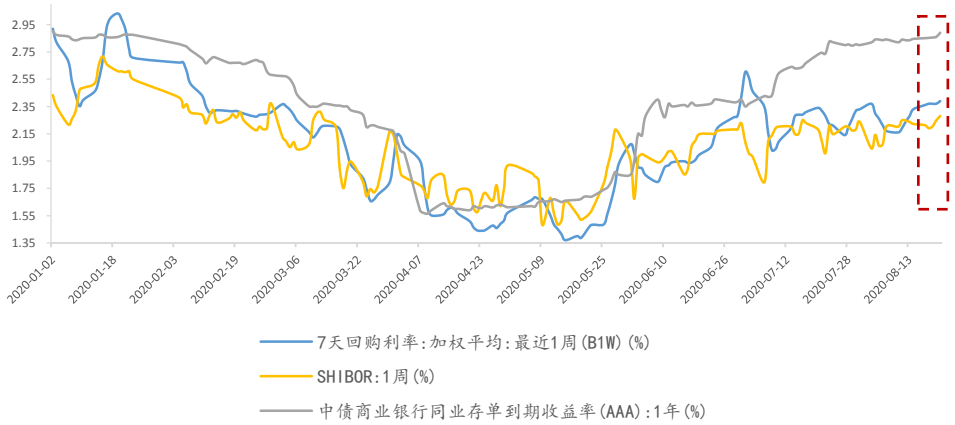
海外流动性宽松可能正在边际放缓。7 月份美联储会议纪要中对收益率曲线控制政策的表态不及市场预期，但不论采取何种政策（收益率曲线控制或是目前的量化宽松），美联储扩表的最终目的都是要给财政的赤字货币化提供支持。从当前美国的财政开支计划来看，如果实施的是共和党的开支计划，那么总规模 1 万亿美元只有上一轮 2.2 万亿美元的一半，如果 11 月民主党拜登上台，虽然刺激计划达到 3 万亿美元，但税改增加财政收入也会使得发债量下降，这意味着从整体规模上，宽松的力度正在边际下滑。

（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，SHBIOR 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



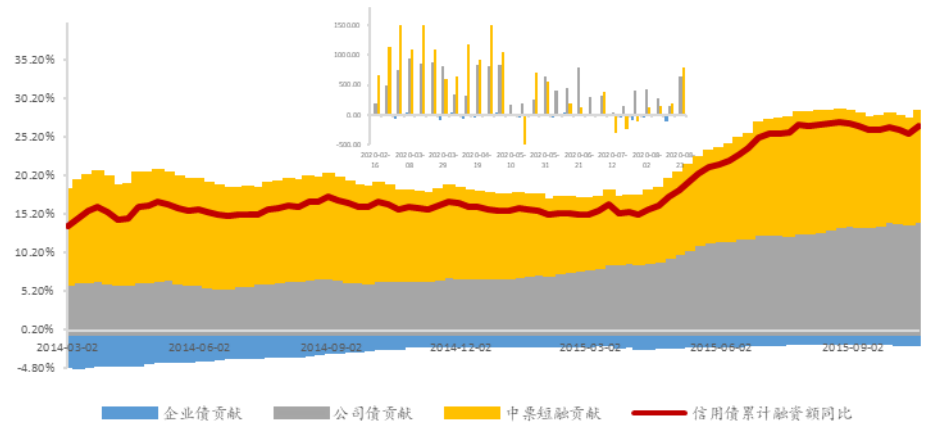
资料来源：WIND，民生证券研究院

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。

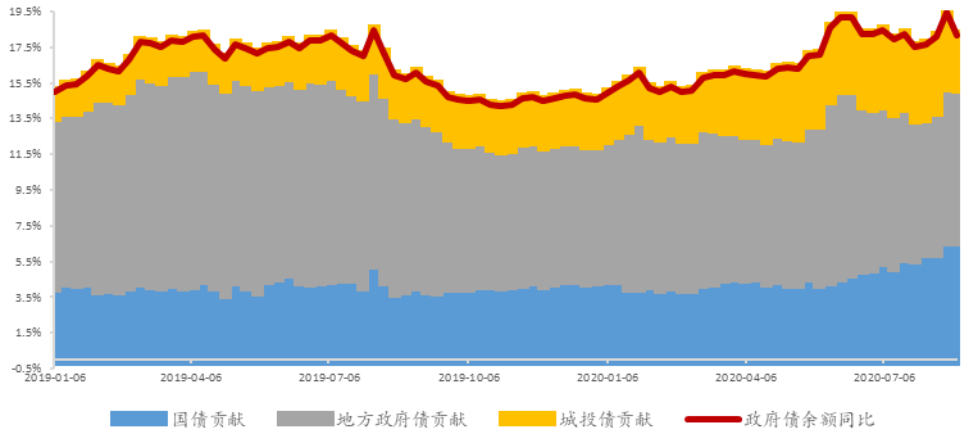
图 2：企业信用债融资同比增速情况



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

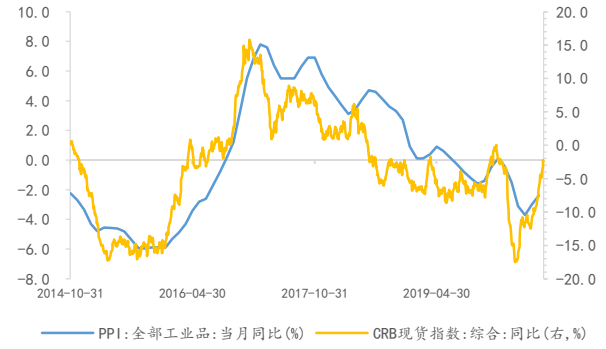


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、PPI 各分项小幅波动，通胀暂未见明显上行

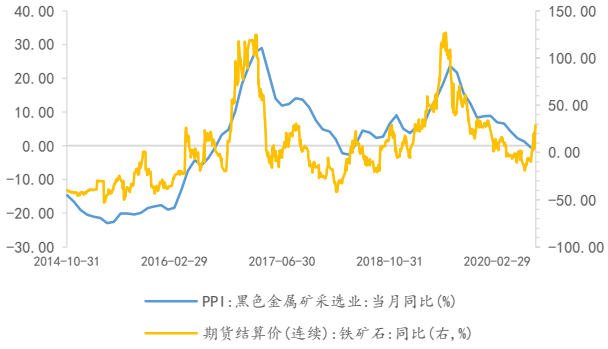
总量流动性拐点将现的背景下，流动性的去向更为重要，尤其是在全球央行大幅扩表的额情况下是否会导致通胀再度回归。目前投资端发力已经在资源品新一轮涨价中体现，其中受海外流动性泛滥影响，国际市场定价的能化、有色价格上涨力度要明显强于国内经济主导的黑色系和建材系，但自 7 月初开始，铁矿石、煤炭、水泥价格同比增速已经开始反弹。本周 CRB 现货指数继续上行，基本预示着 8 月份 PPI 将继续回升。分项里以铁矿石为代表的的黑色金属矿价格回升较快，建筑施工可能正在加快。

图 4：PPI 及其前瞻指标



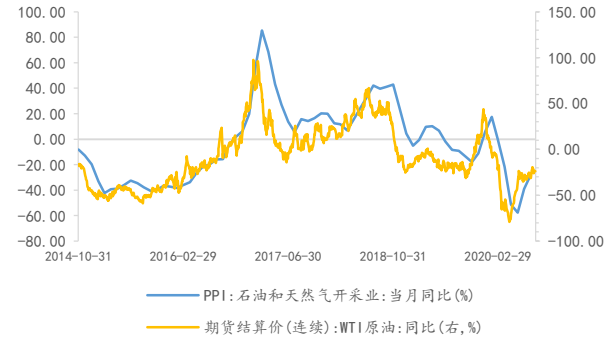
资料来源：WIND，民生证券研究院

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



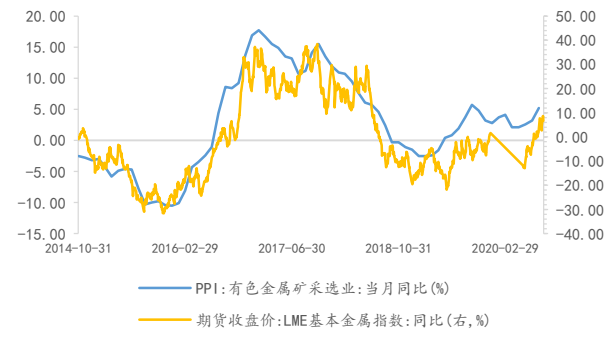
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



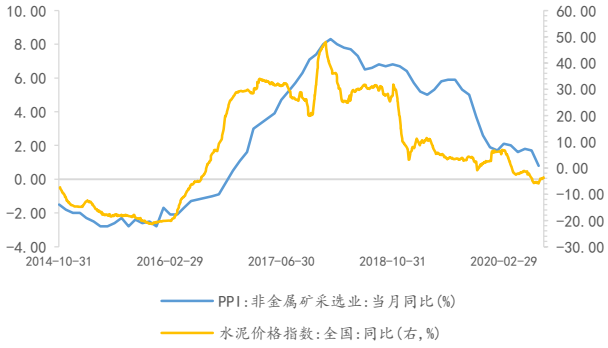
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

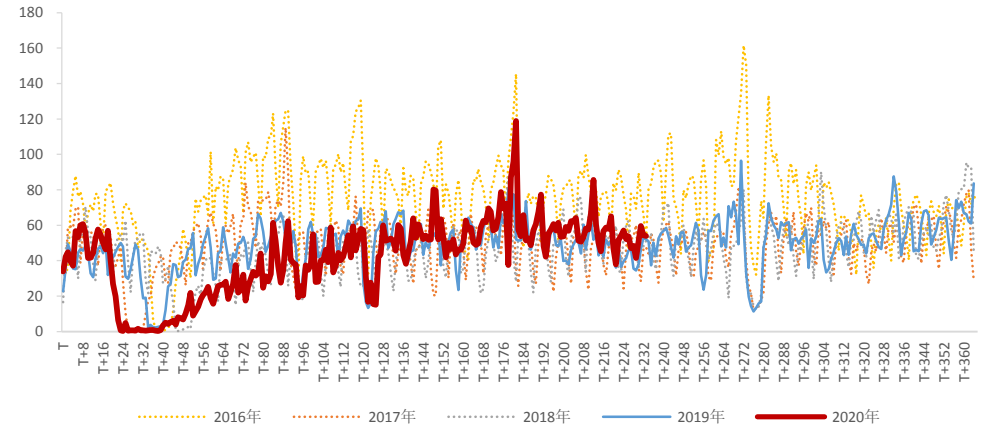


资料来源：WIND，民生证券研究院

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。

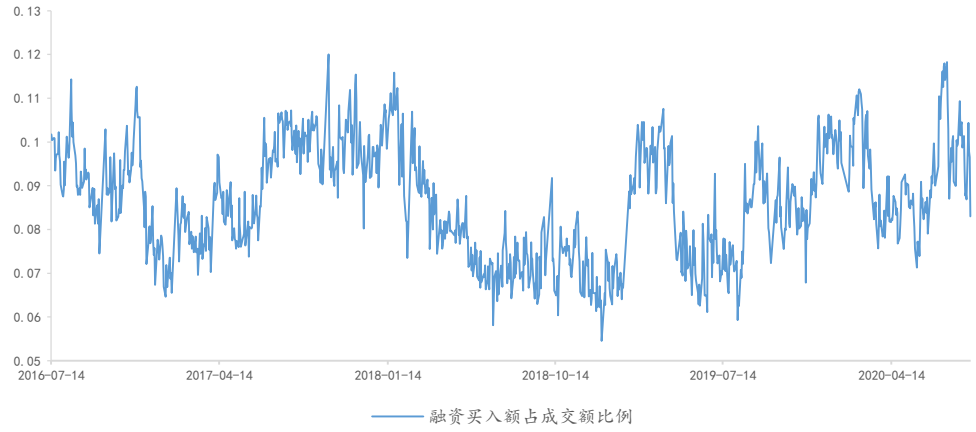
但不论是采取市场预期的收益率曲线控制还是当前的量化宽松政策，美联储扩表的最终目的都是要给财政的赤字货币化提供支持。从当前美国潜在的财政开支计划来看，如果实施的是共和党的开支计划，那么总规模 1 万亿美元只有上一轮 2.2 万亿美元的一半，而如果 11 月民主党拜登上台，虽然刺激计划达到 3 万亿美元，但税改增加财政收入也会使得发债量下降，这意味着从整体规模上，宽松的力度正在边际下滑。

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%。

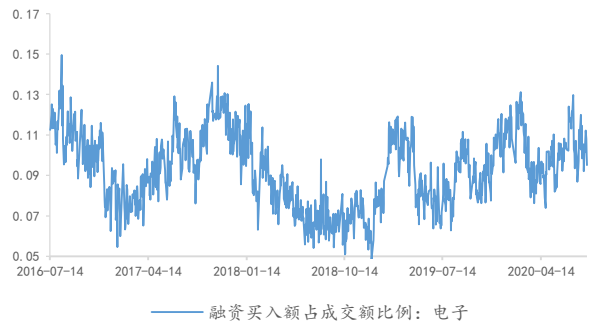
图 11：融资买入额占总成交额比例情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

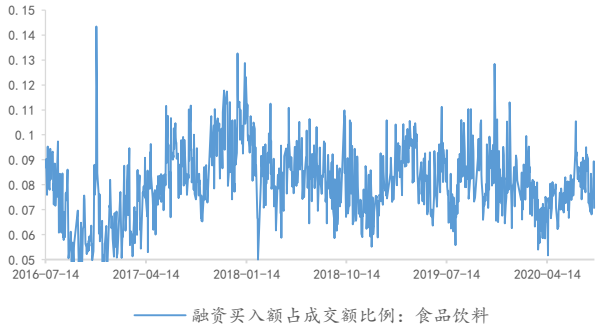
重点行业方面，从融资买入额占比来看，主要热门行业均小幅下行，其中通信、电子回落较为明显。

图 12：融资买入额占总成交额比例：电子



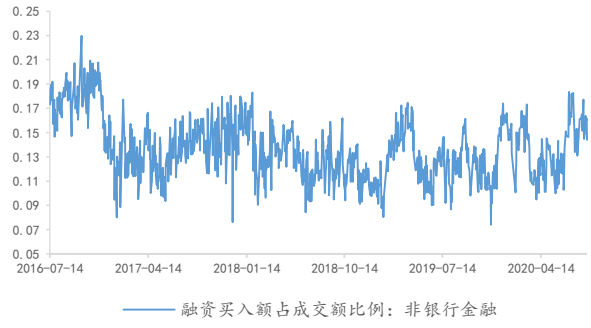
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料



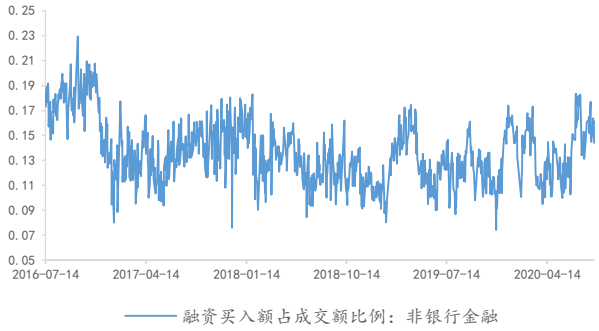
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：融资买入额占总成交额比例：非银行金融



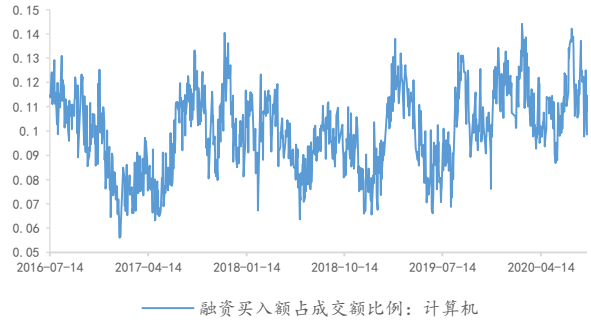
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 15：融资买入额占总成交额比例：通信



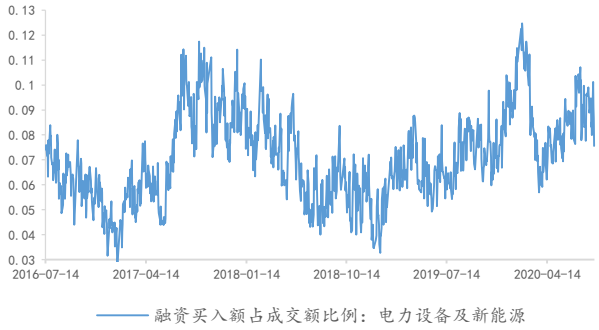
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 16：融资买入额占总成交额比例：计算机



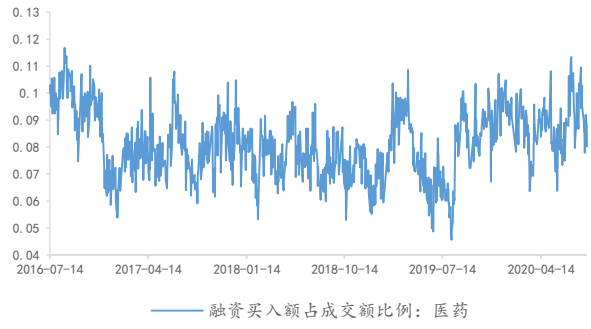
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源



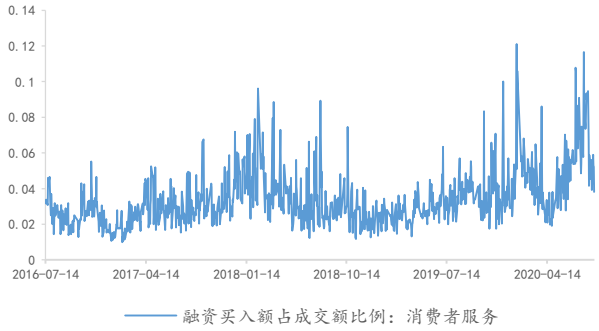
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：融资买入额占总成交额比例：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

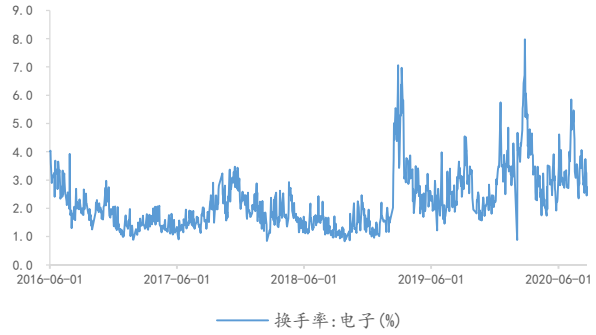
图 19：融资买入额占总成交额比例：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

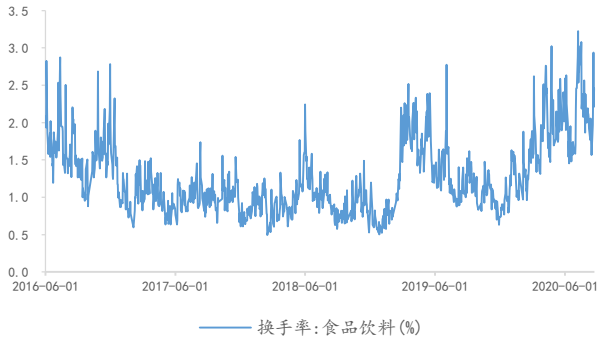
重点行业方面，从换手率来看，本周主要热门行业也小幅下行，其中通信、电新、医药下行幅度最大。

图 20：换手率：电子



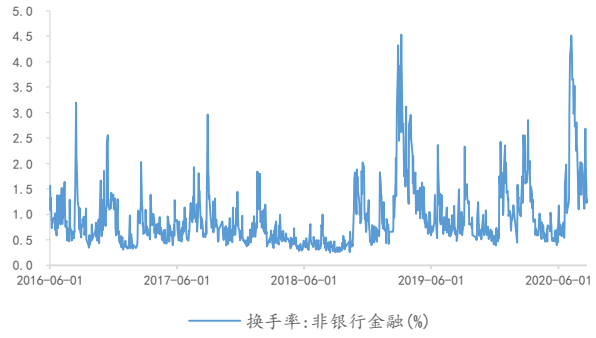
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 21：换手率：食品饮料



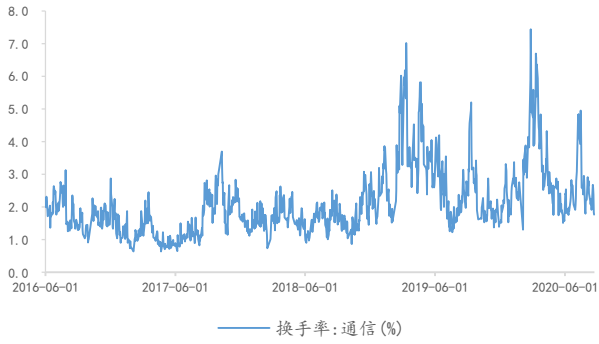
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 22：换手率：非银行金融



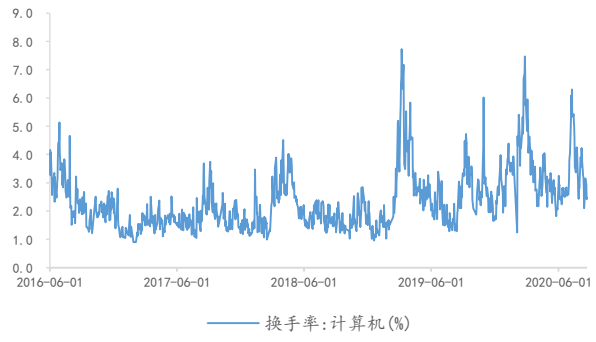
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：换手率：通信



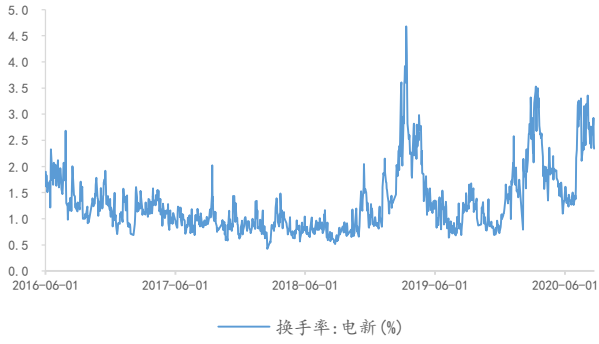
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 24：换手率：计算机



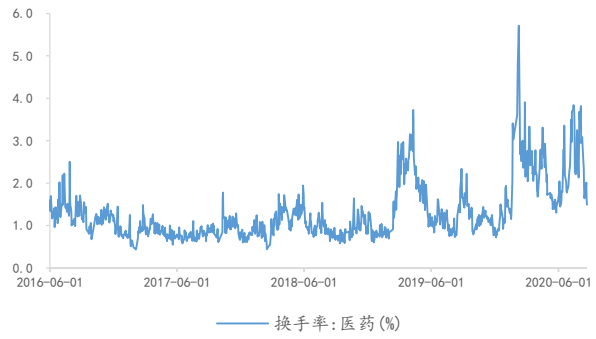
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：换手率：电力设备及新能能源



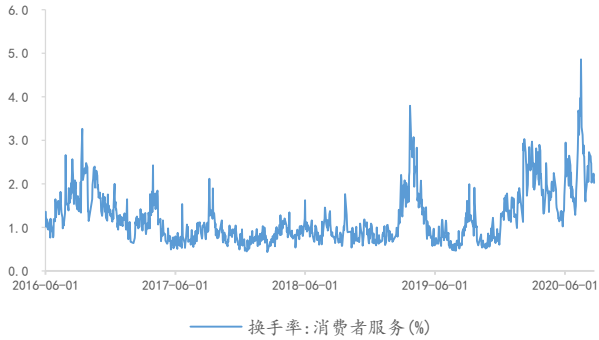
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 26：换手率：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：换手率：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

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

按北向资金和公募基金两类主要机构资金来看，北向资金的额操作具有一定前瞻性且较少追逐热点板块，过去一个月北向资金逐渐加速流出白酒、半导体等科技消费板块，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。

（一）整体情况：北向资金小幅流出，融资余额再创新高

公募基金仓位维持不变，北向资金小幅流出，融资余额再创新高。本周公募基金仓位维持在 84.9%的水平。北向资金净流出 41.63 亿元。融资余额净流入 219.47 亿元，，继续创新高。从历史水平来看，北向资金和杠杆资金仍然处于历史高位，公募基金仓位较 7 月初低点已经回升了近 2 个百分点。

图 28：机构资金整体持仓情况

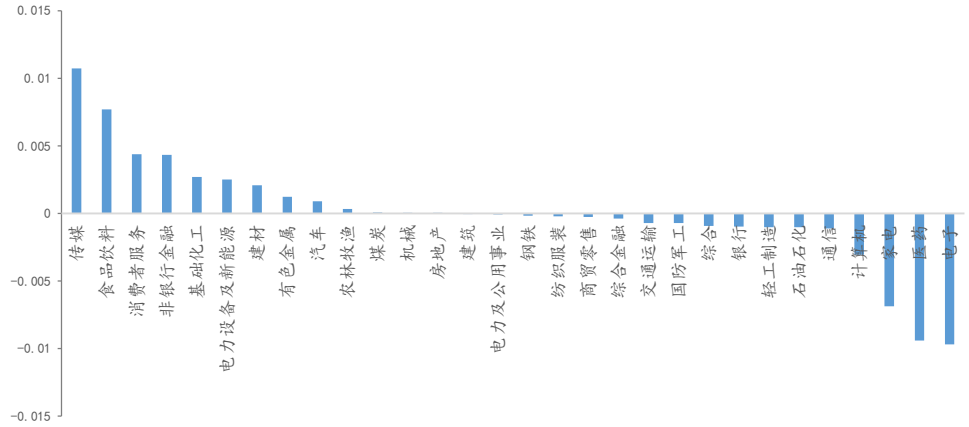


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）公募基金：加仓传媒和食品饮料，减仓电子、医药和家电

本周公募基金明显加仓了传媒和食品饮料，明显减仓了电子、医药和家电。

图 29：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 30：公募基金持仓变动：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 31：公募基金持仓变动：食品饮料



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：公募基金持仓变动：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：公募基金持仓变动：非银行金融



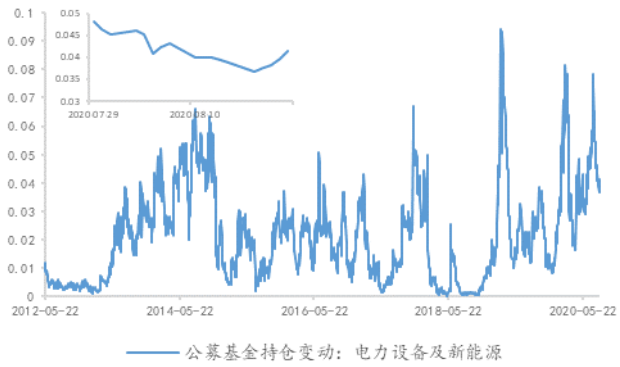
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 34：公募基金持仓变动：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 35：公募基金持仓变动：电力设备及新能源

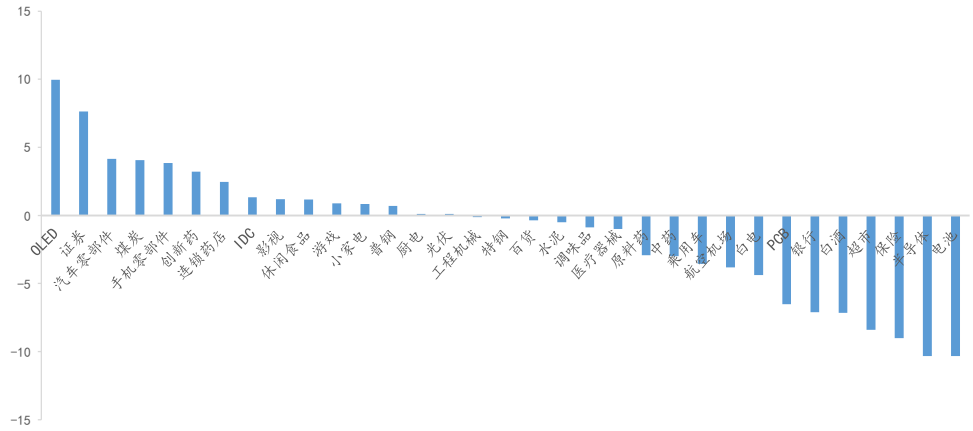


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）北向资金：加仓面板、证券，减持动力电池、半导体

本周北向资金主要净流入面板、证券板块，小幅净流入汽车零部件煤炭、手机零部件、创新药、药店等板块，明显流出动力电池、半导体、保险、超市、白酒、银行板块。

图 36：本周北向资金主要净流入(出)板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 37：北向资金累计净流入:半导体



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 38：北向资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 39：北向资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 40：北向资金累计净流入:创新药



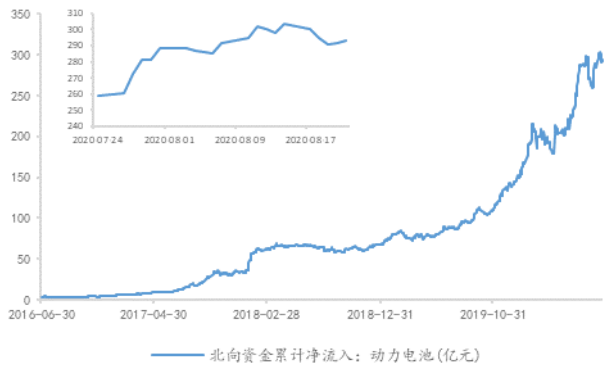
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 41：北向资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 42：北向资金累计净流入:动力电池

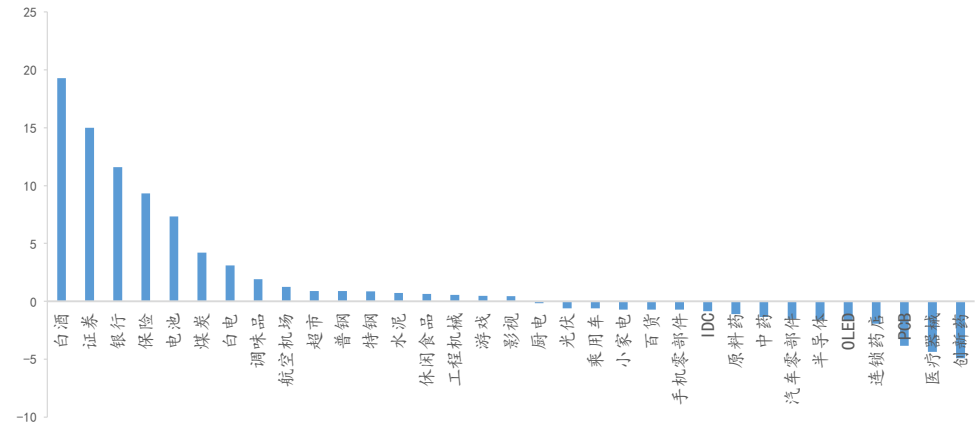


资料来源：WIND，民生证券研究院

（四）杠杆资金：加仓白酒、大金融，减持医药、科技

本周杠杆资金净流入白酒、证券、银行、保险、动力电池板块，明显流出创新药、医疗器械、药店、面板和半导体板块。

图 43：本周杠杆资金主要净流入(出)板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 44：杠杆资金累计净流入:半导体



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 45：杠杆资金累计净流入:白酒



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 46：杠杆资金累计净流入:证券



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 47：杠杆资金累计净流入:创新药



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 48：杠杆资金累计净流入:手机零部件



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 49：杠杆资金累计净流入:动力电池



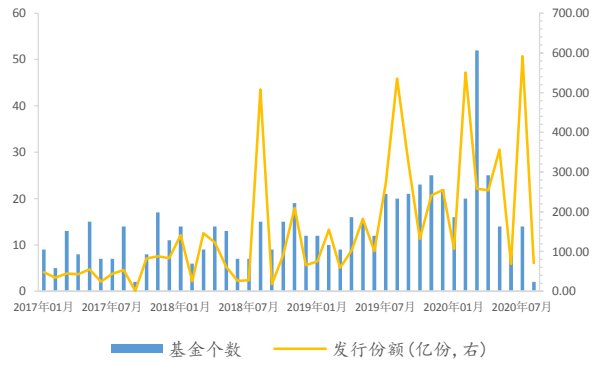
资料来源：WIND，民生证券研究院

四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达 12 只

（一）新发基金：新发权益类基金 12 只

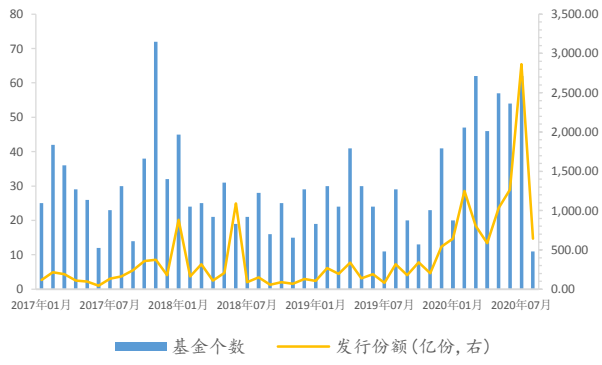
本周以认购起始日统计，8 月新发股票型基金 2 只，混合型基金 11 只，从新发基金份额来看，股票型基金新发 71.35 亿份，混合型基金新发 642.79 亿份。本周新发行主要涉及权益资产的基金 12 只，其中有 3 只普通股票型基金，6 只偏股混合型基金，3 只被平衡混合型基金。

图 50：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 51：混合型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

表3：本周新发基金情况

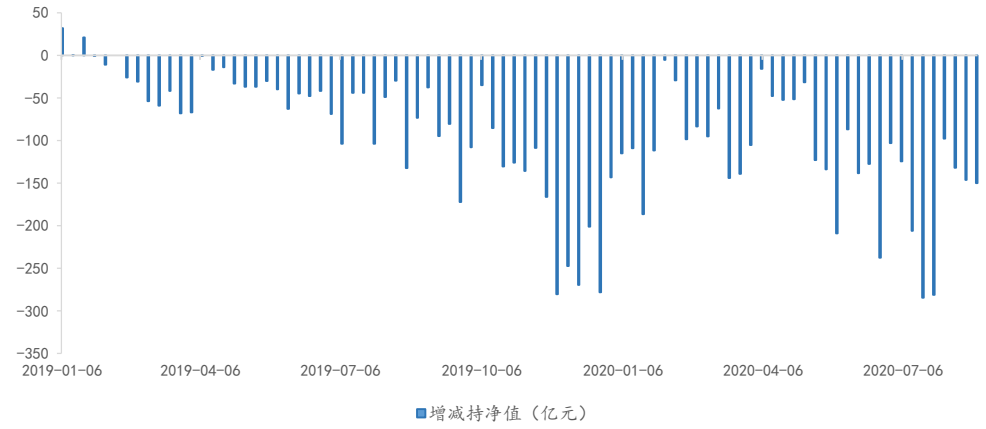
基金简称	投资类型
创金合信港股通大消费精选 A	普通股票型基金
前海联合智选 3 个月持有 A	平衡混合型基金
人保稳进配置三个月持有	平衡混合型基金
博时金福安一年 A	平衡混合型基金
华润元大核心动力 A	偏股混合型基金
创金合信研究精选 A	普通股票型基金
华夏线上经济主题精选	偏股混合型基金
华安创业板两年定开	偏股混合型基金
博时创业板两年定开	偏股混合型基金
工银瑞信创新精选一年定开 A	偏股混合型基金
国泰医药健康	普通股票型基金
中欧阿尔法 A	偏股混合型基金

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，回购规模明显扩大

本周全 A 上市公司减持规模达 150.2 亿元，环比上周增加 3.8 亿元，其中主要减持公司有中兴通讯、宁波银行、宋城演艺、兴业证券、卓胜微等。

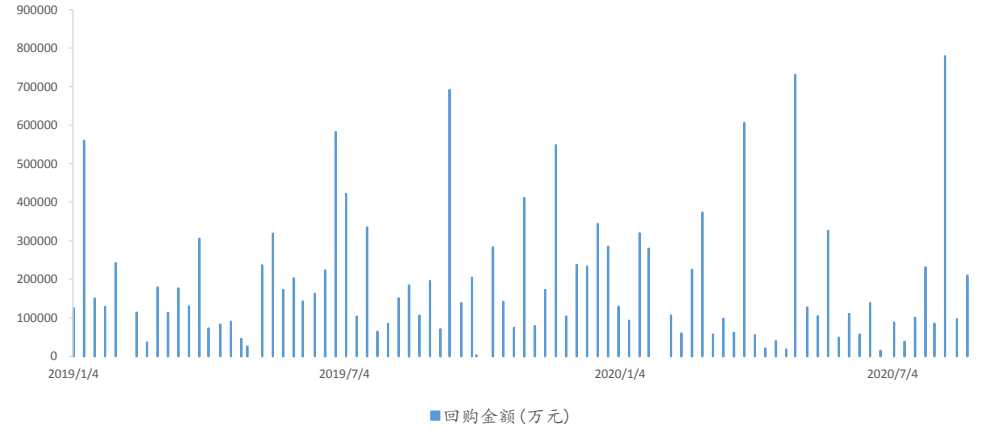
图 52：全 A 上市公司增减持情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周全 A 上市公司回购金额明显回落，达 20.98 亿元，环比增加 11.25 亿元。

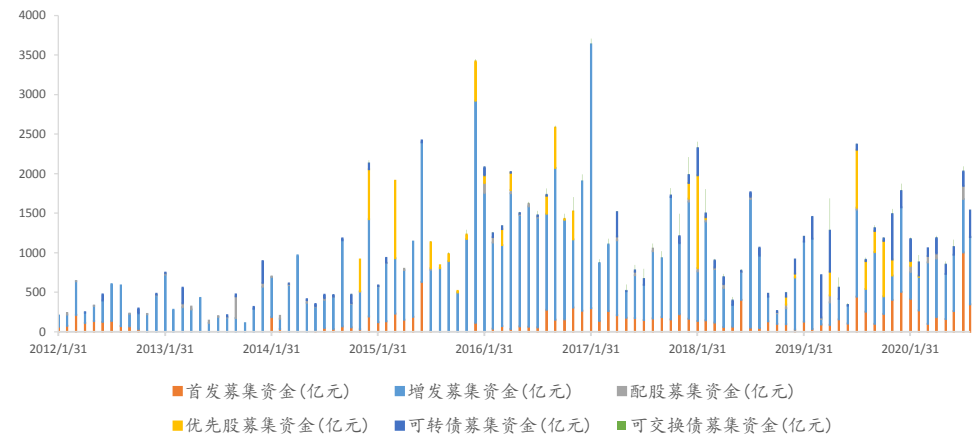
图 53：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止本周结束，8 月份全 A 一级市场融资达 1560.79 亿元。其中 IPO 融资达 346.49 亿元，增发募资达 850.50 亿元，可转债和可交换债募资达 344.41 亿元。

图 54：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.....4
图 3：政府债融资同比增速情况.....4
图 4：PPI 及其前瞻指标.....5
图 5：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 6：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 7：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 8：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 9：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....5
图 10：30 大中城市房地产成交面积情况（万平方米）.....6
图 11：融资买入额占总成交额比例情况.....8
图 12：融资买入额占总成交额比例：电子.....8
图 13：融资买入额占总成交额比例：食品饮料.....8
图 14：融资买入额占总成交额比例：非银行金融.....9
图 15：融资买入额占总成交额比例：通信.....9
图 16：融资买入额占总成交额比例：计算机.....9
图 17：融资买入额占总成交额比例：电力设备及新能源.....9
图 18：融资买入额占总成交额比例：医药.....9
图 19：融资买入额占总成交额比例：消费者服务.....9
图 20：换手率：电子.....10
图 21：换手率：食品饮料.....10
图 22：换手率：非银行金融.....10
图 23：换手率：通信.....10
图 24：换手率：计算机.....10
图 25：换手率：电力设备及新能能源.....10
图 26：换手率：医药.....11
图 27：换手率：消费者服务.....11
图 28：机构资金整体持仓情况.....12
图 29：本周公募基金主要行业持仓变动.....13
图 30：公募基金持仓变动：电子.....13
图 31：公募基金持仓变动：食品饮料.....13
图 32：公募基金持仓变动：医药.....13
图 33：公募基金持仓变动：非银行金融.....13
图 34：公募基金持仓变动：计算机.....14
图 35：公募基金持仓变动：电力设备及新能源.....14
图 36：本周北向资金主要净流入(出)板块.....14
图 37：北向资金累计净流入:半导体.....14
图 38：北向资金累计净流入:白酒.....14
图 39：北向资金累计净流入:证券.....15
图 40：北向资金累计净流入:创新药.....15
图 41：北向资金累计净流入:手机零部件.....15
图 42：北向资金累计净流入:动力电池.....15
图 43：本周杠杆资金主要净流入(出)板块.....15
图 44：杠杆资金累计净流入:半导体.....16
图 45：杠杆资金累计净流入:白酒.....16
图 46：杠杆资金累计净流入:证券.....16
图 47：杠杆资金累计净流入:创新药.....16
图 48：杠杆资金累计净流入:手机零部件.....16

图 49：杠杆资金累计净流入:动力电池.....16
图 50：股票型基金新发情况.....17
图 51：混合型基金新发情况.....17
图 52：全 A 上市公司增减持情况.....18
图 53：全 A 上市公司回购情况.....18
图 54：全 A 一级市场融资情况.....19

表格目录

表 1： 重点行业信用利差变动情况.....6
表 2： 近一周最新房地产信息汇总.....7
表 3： 本周新发基金情况.....17

分析师简介

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。

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。