民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

利率债发行影响有所缓解，成长风格进一步强化

——每周流动性观察

民生 FOCUS　　2020 年 6 月 28 日

报告摘要：

- **宏观流动性观察：**

宏观流动性仍处在扩张趋势中，基本面方面，本周 BCI 数据加速好转指向经济仍处于复苏的快车道上，高频数据里商品房成交面积同比和发电耗煤同比也处于上升通道中。融资端，6 月 24 日农发行政策性金融债一级市场发行招标倍数迅速回升至 13.4，明显高于 23 日国开行发行时的 1.16，说明银行资金重新介入利率债发行，以防止债市波动过大，但在信用扩张的大背景下，银行继续配置利率债的机会成本越来越高，因此预计只是阶段性行为，改变不了利率上行的周期趋势。政府债融资增速本周继续小幅下行，利率债发行对流动性的挤出正在边际减弱。

政策方面，6 月 24 日，中国银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，从发布时间上来看，今年监管的态度总体上是较宽容的，但也表明“六保”经济政策也要在“三大攻坚战”的中长期政策目标下实施，保增长与防风险要达到有效平衡。从主要内容上看，继续支持民营和小微企业，预计非标、地方政府融资平台和房地产将面临进一步融资收紧。

- **市场资金流观察：**

目前机构持仓呈现纺锤形，集中在食品饮料、医药和 TMT、非银板块。本周北向资金明显流入计算机、传媒、电新和电子，公募基金明显加仓食品饮料、房地产、计算机和传媒。公募基金在食品饮料上的仓位重回历史极高位，但北向资金并未跟进，医药行业可能已处于减仓拐点。其它热点行业中电子和非银的加仓空间最大。

北向资金本周流入主线仍然是成长风格，明显净流入到光伏、证券、白电、PCB 和游戏板块，白电尤其是格力电器重新受到北向资金净买入。

产业资本方面，全 A 上市公司减持有所扩大，回购规模明显缩小，截止 6 月 28 日一级市场融资环比 5 月份明显增加，主要是 IPO 和增发增加。

风险提示：

美国金融市场危机扩大，中国信用环境恶化，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、宏观流动性观察 3
（一）经济复苏和融资端缓解支撑流动性继续改善 3
1、6 月份 BCI 数据显示经济正在加速复苏 3
2、信用债融资继续增加，政府债供给挤压流动性逐渐缓解 5
3、受当前货币政策影响，资金成本继续震荡抬升 6
4、重点行业信用利差普遍下行，反映基本面预期好转 7
（二）银保监会大检查，政策端继续强调防风险 8
二、市场资金流观察 10
（一）机构资金持续流入 A 股 10
1、机构投资者本周继续小幅加仓 10
2、行业配置结构仍然呈现纺锤型 10
3、北向资金明显减仓白酒板块，持续流入证券板块 14
（二）本周有 4 只偏股混合型基金开始认购 14
（三）产业资本减持规模有所扩大 15
三、风险提示 16

一、宏观流动性观察

宏观流动性仍处在扩张趋势中，基本面方面，本周 BCI 数据加速好转指向经济仍处于复苏的快车道上，高频数据里商品房成交面积同比和发电耗煤同比也处于上升通道中。融资端，6 月 24 日农发行政策性金融债一级市场发行招标倍数迅速回升至 13.4，明显高于 23 日国开行发行时的 1.16，说明银行资金重新介入利率债发行，以防止债市波动过大，但在信用扩张的大背景下，银行继续配置利率债的机会成本越来越高，因此预计只是阶段性行为，改变不了利率上行的周期趋势。政府债融资增速本周继续小幅下行，利率债发行对流动性的挤出正在边际减弱。

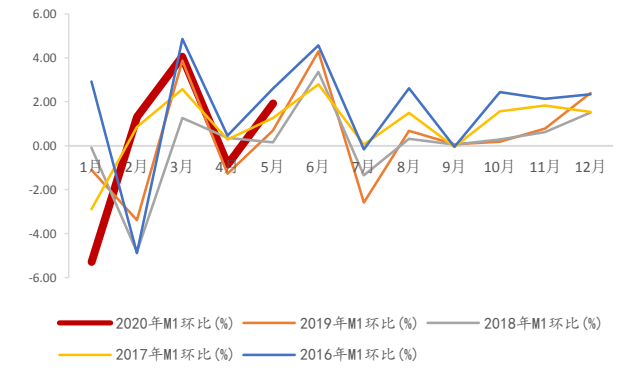
政策方面，6 月 24 日，中国银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，从发布时间上来看，今年监管的态度总体上是较宽容的，但也表明“六保”经济政策也要在“三大攻坚战”的中长期政策目标下实施，保增长与防风险要达到有效平衡。从主要内容上看，继续支持民营和小微企业，预计非标、地方政府融资平台和房地产将面临进一步融资收紧。

（一）经济复苏和融资端缓解支撑流动性继续改善

1、6 月份 BCI 数据显示经济正在加速复苏

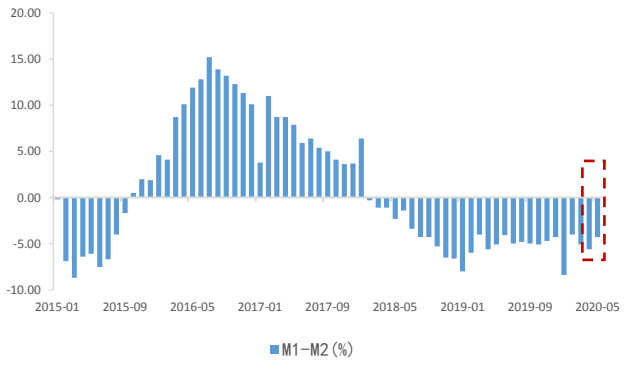
5 月份金融数据已经出现了一些边际变化，M2 与 M1 的缺口明显收敛，体现出融资好转之后投资端开始活跃。2 月份至 4 月份，M1 和 M2 增速缺口扩大主要原因在于企业融资条件明显改善，票据、债券发行放量，但需求端复苏慢于生产端，另外基建项目落地速度也赶不上政府债和城投债的融资速度，因此总体上呈现投资赶不上融资的情况。5 月份 M2 与 M1 缺口开始明显收敛，从 4 月份的 5.6%缩至 4.3%，体现出企业投资端开始活跃，M1 以更快的速度的回升，这一点也可以从挖掘机产销量迅速回升至 2017 年水平，以及螺纹钢、水泥价格持续高位中得到验证。

图 1：5 月份 M1 环比增速处于历史较高位置



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：5 月份 M1、M2 增速差明显收敛

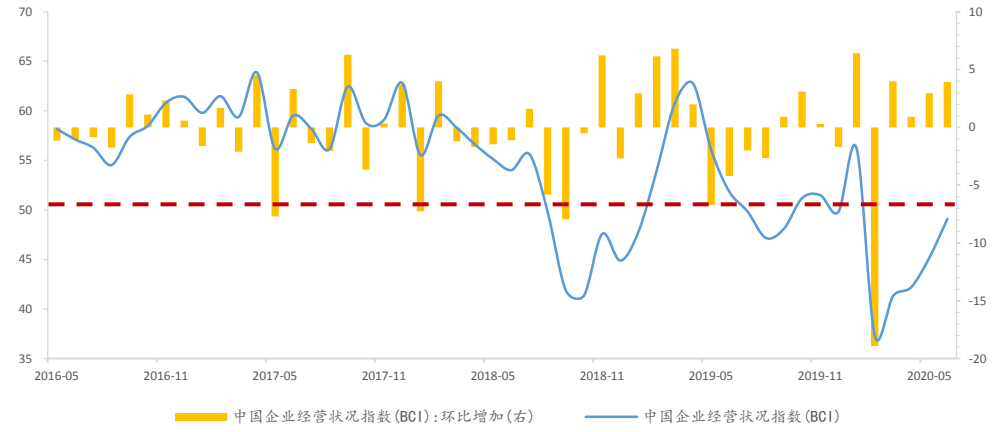


资料来源：WIND，民生证券研究院

本周公布的 6 月份 BCI 数据加速好转，进一步显示经济处于复苏的快车道上。本周公布的 6 月份 BCI 数据 49.1，环比增长 3.94，相比 5 月份，改善幅度继续加速。这一信号显示前期较为担心的中小企业基本面也开始明显改善，而且呈趋势加速状态，49.1 的

数值距离 50 正常化水平也仅一步之遥，预计本月末即将公布的 PMI 数据也会比较乐观。

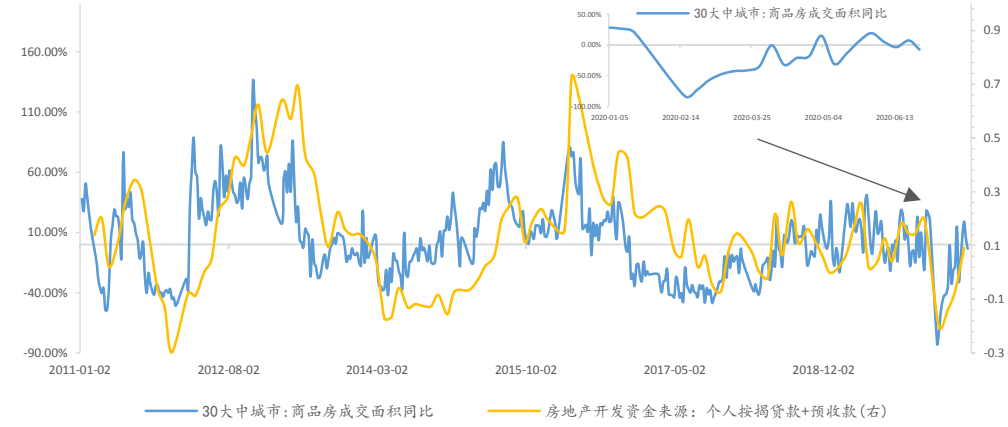
图 3：6 月份 BCI 数据加速好转，距离 50 水平仅一步之遥



资料来源：WIND，民生证券研究院

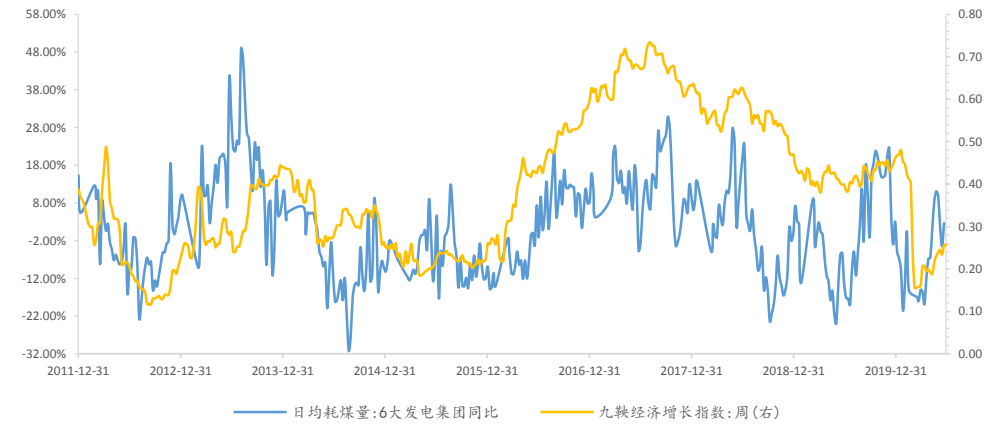
体现经济活跃度的高频指标地产销售和发电耗煤本周显示仍处于上升趋势中。本周 30 大中城市商品房成交面积同比下滑至-7.45%。6 大发电集团日均耗煤同比本周小幅下滑至 1.90%，环比下降 0.73 个百分点。

图 4：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：6 大发电集团日均耗煤阶段性回落

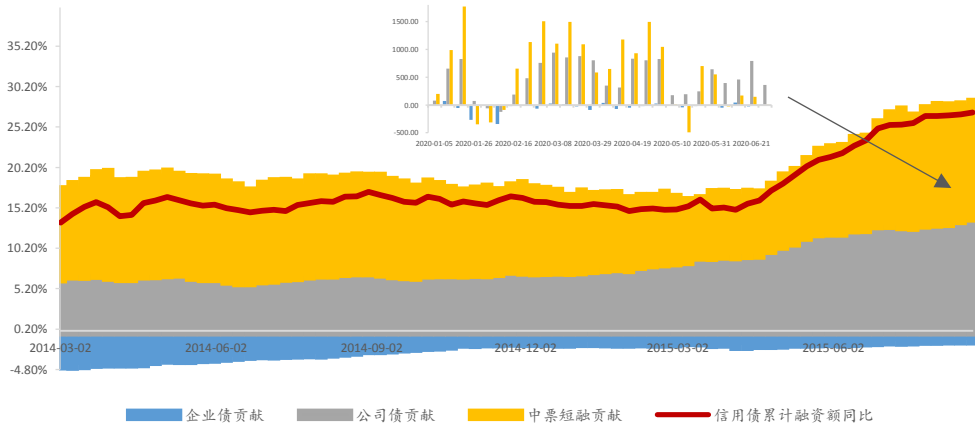


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、信用债融资继续增加，政府债供给挤压流动性逐渐缓解

本周信用债融资增速继续上升，但结构里中票短融继续压降。本周企业信用债融资余额增速从 26.77%继续扩张至 26.99%，但结构上公司债贡献从 13.8%上升至 14.12%，中票短融贡献从 13.98%降至 13.96%，连续四周下降。中票短融增速下降一是体现了企业流动性已经明显改善，基本面有好转迹象，二是进一步验证了近期央行货币政策的边际变化，政策重点已经从年初的宽货币向宽信用切换。

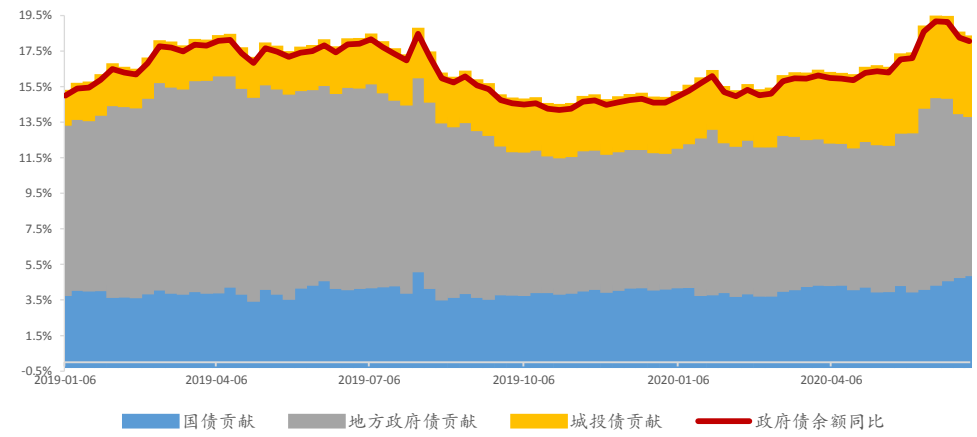
图 6：企业信用债融资继续高增长，中票短融贡献明显减小



资料来源：WIND，民生证券研究院

政府债融资本周继续小幅下滑，显示利率债融资压力进一步缓解。融资余额同比增速从 18.3%下滑至本周 18.1%，其中地方政府债贡献从 9.2%下滑至 8.9%是主要原因，国债贡献从 5.1%上升至 5.2%。考虑到政府债融资的大头地方政府债融资高点历史上一般在 7 月份以前，因此预计政府债融资增速高点已经出现。

图 7：政府债融资继续回落，预计增速高峰已到



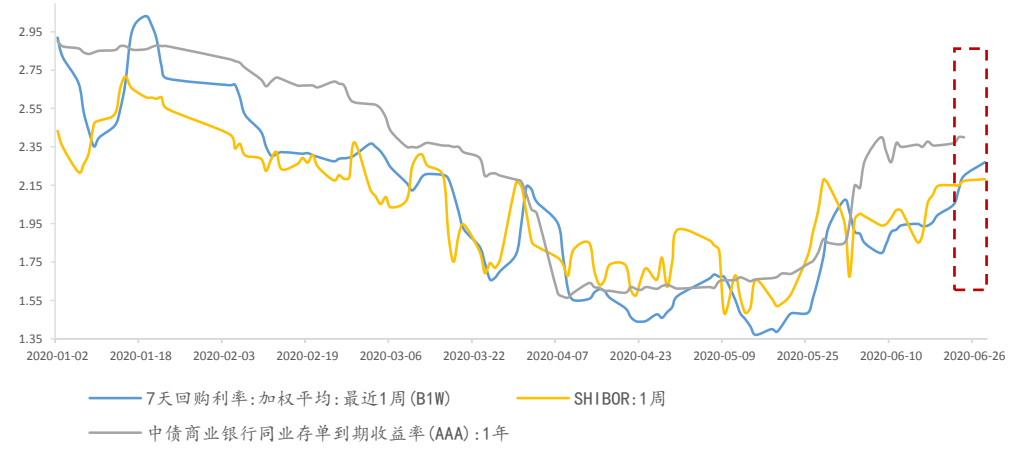
资料来源：WIND，民生证券研究院

6 月 24 日农发行政策性金融债一级市场发行招标倍数迅速回升至 13.4，明显高于 23 日国开行发行时的 1.16，也说明银行资金重新介入利率债发行，防止债市波动过大。利率债发行量增多时，如果作为主要配置力量的银行资金没有大量参与，会导致二级市场收益率波动过大，也体现为一级市场招标倍数下降，6 月 23 日债市尤其是五年期品种大幅下跌一个重要原因就是一级市场发行利率远超二级市场，招标倍数 1.16 创阶段性历史新低，24 日新发的农发行金融债招标倍数立即明显上行至 13.4，体现了银行资金重新开始介入利率债发行，以稳定一级市场利率债发行波动的作用。

3、受当前货币政策影响，资金成本继续震荡抬升

本周成本端利率普遍震荡上升，其中 7 天回购利率上升 27 个 BP，SHBIOR 利率上升 4 个 BP，一年期 3A 同业存单收益率上行 4 个 BP。利率回升主要受近期货币政策转向，债市去杠杆影响，也反映当前融资需求持续好转的趋势。

图 8：成本端利率本周继续震荡上行

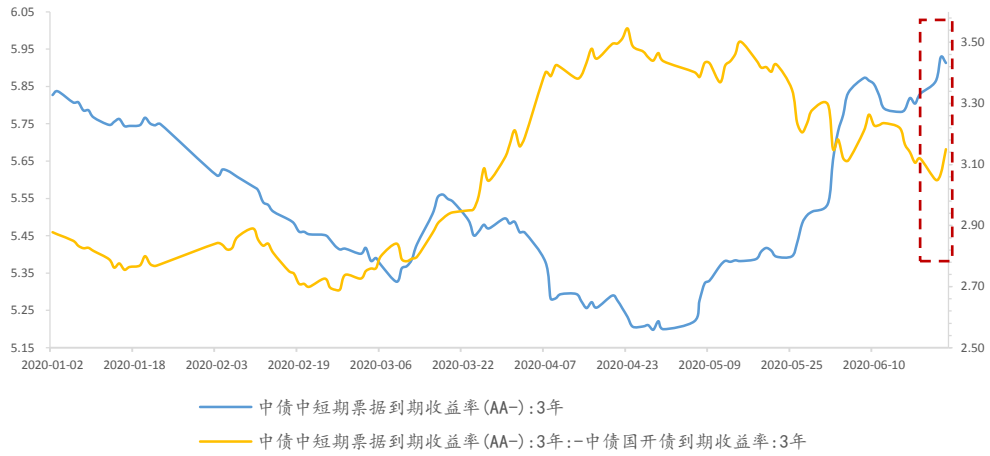


资料来源：WIND，民生证券研究院

4、重点行业信用利差普遍下行，反映基本面预期好转

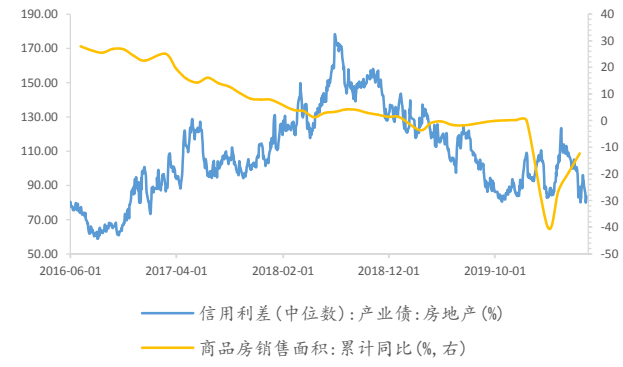
整体信用利差本周小幅上行，主要受信用债利率上行影响。重点观察行业方面，房地产、食品饮料、汽车明显下行，反映基本面预期持续改善。医药、电子、煤炭小幅改善，其中煤炭行业信用利差仍距离 2019 年末低点较远，体现经济弱复苏下市场对资源品行业的谨慎预期。

图 9：本周信用利差小幅上升，主要受信用债利率上行导致



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：信用利差与基本面：房地产



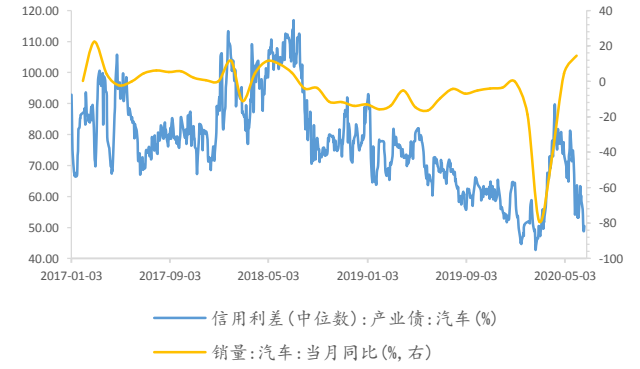
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：信用利差与基本面：食品饮料



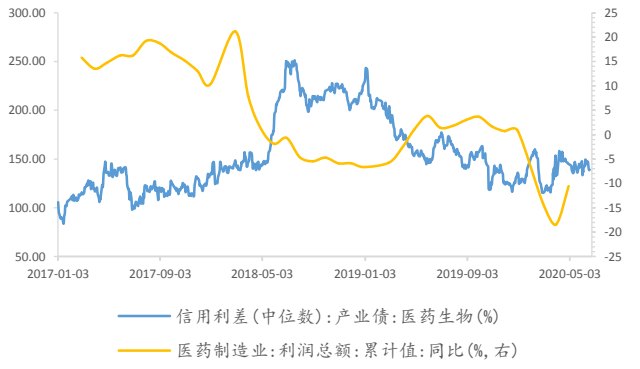
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：信用利差与基本面：汽车



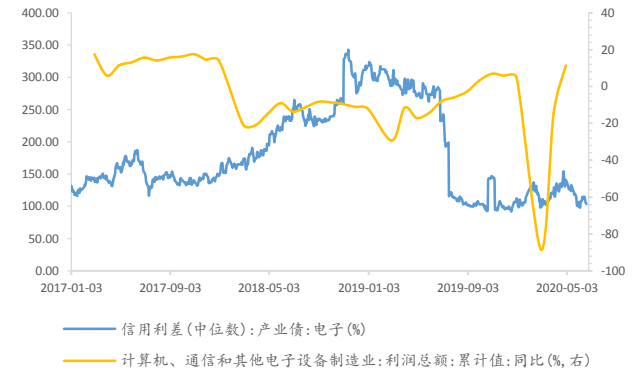
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：信用利差与基本面：医药生物



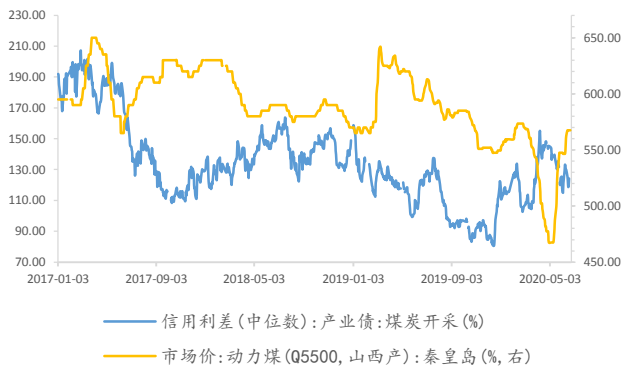
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：信用利差与基本面：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 15：信用利差与基本面：煤炭开采



资料来源：WIND，民生证券研究院

总的来看，宏观流动性仍在扩张趋势中，政府债融资高峰预计在 7 月份左右出现，三季度对融资端压力有望缓解，后面重点需要观察经济活跃度能否继续回升，以带动信贷的持续增长。宏观流动性的核心观察指标 M1 同比增速本质上反映的是企业对经济的预期，也会受融资端情况影响。从融资端来看，随着货币政策转向宽信用，受中票短融拉动的企业信用债融资增速最快的阶段预计已经过去，政府债发行最多的阶段预计也将在 7 月底前告一段落，接下来宏观流动性能否继续扩张将更多的取决于经济修复情况对企业信贷的拉动。

（二）银保监会大检查，政策端继续强调防风险

6 月 24 日，中国银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，整体来看，有两点值得关注：

从发布时间上来看，今年监管的态度总体上是较宽容的，也表明“六保”经济政策也要在“三大攻坚战”的中长期政策目标下实施，保增长与防风险要达到有效平衡。过去三年里，2017 年三三四检查文件在 3 月底发布，2018 年在 1 月中旬发布，2019 年因严监管思路经过 2018 年民营经济困难有所调整，直到 4 月 17 日才发布，而今年受疫情

和经济冲击影响，直到 6 月底才发布，但迟到的发布仍代表着防风险的整体思路不变，即使是今年的“六保”政策也要在“三大攻坚战”的中长期政策目标下实施，有效平衡保增长和防风险。

从主要内容上看，继续支持民营和小微企业，预计非标、地方政府融资平台和房地产将面临进一步融资收紧。本次检查关注的重点仍然是地方政府融资平台、房地产、影子银行等，对信托公司的检查还强调了“明股实债”等业务属于规避监管的创新，意在压缩融资类信托规模，预计非标、地方政府融资平台和房地产将面临进一步融资收紧。

二、市场资金流观察

目前机构持仓呈现纺锤形，集中在食品饮料、医药和 TMT、非银板块。本周北向资金明显流入计算机、传媒、电新和电子，公募基金明显加仓食品饮料、房地产、计算机和传媒。公募基金在食品饮料上的仓位重回历史极高位，但北向资金并未跟进，医药行业可能已处于减仓拐点。其它热点行业中电子和非银的加仓空间最大。

北向资金本周流入主线仍然是成长风格，明显净流入到光伏、证券、白电、PCB 和游戏板块，白电尤其是格力电器重新受到北向资金净买入。

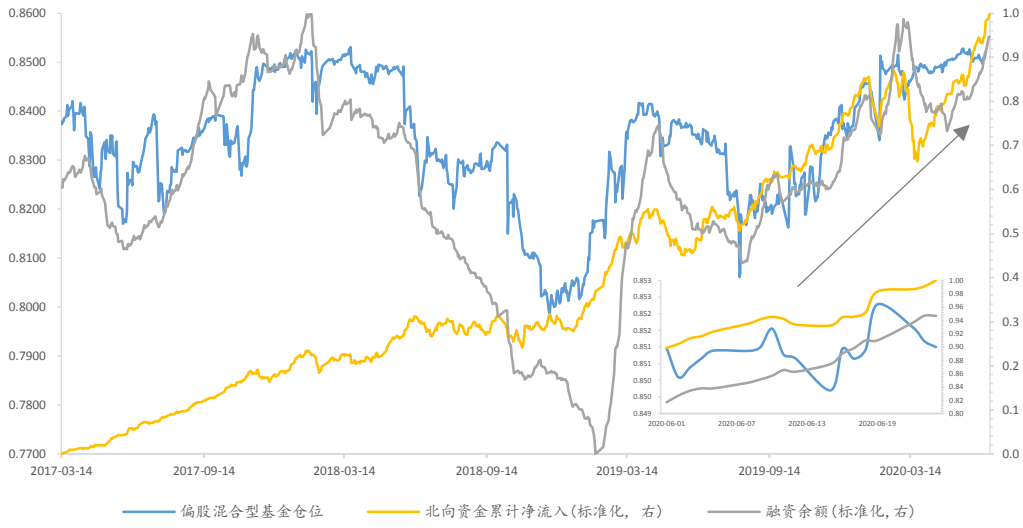
产业资本方面，全 A 上市公司减持有所扩大，回购规模明显缩小，截止 6 月 28 日一级市场融资环比 5 月份明显增加，主要是 IPO 和增发增加。

（一）机构资金持续流入 A 股

1、机构投资者本周继续小幅加仓

本周偏股混合型公募基金小幅减仓 0.13%，但北向资金和融资月继续净流入，其中北向资金净流入 47.91 亿元，融资余额净增加 148.3 亿元。

图 16：机构投资者本周均明显加仓

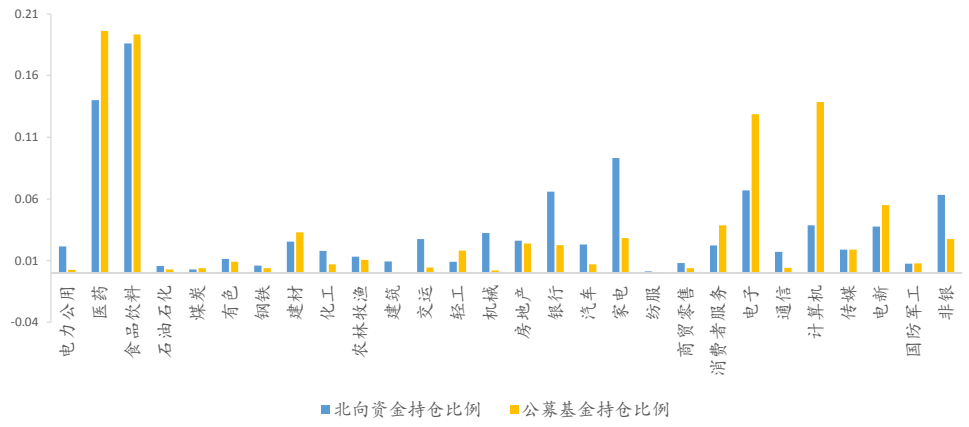


资料来源：WIND，民生证券研究院

2、行业配置结构仍然呈现纺锤型

北向资金目前持仓集中在医药、食品饮料、银行、家电、电子、计算机、电新和非银，公募基金目前持仓集中于医药、食品饮料、电子、计算机、电新、非银和建材。其中公募基金配置呈现明显的纺锤形结构，集中在医药、食品饮料和 TMT 上，北向资金相比之下持仓较为均衡，对银行和家电的配置明显高于公募基金。

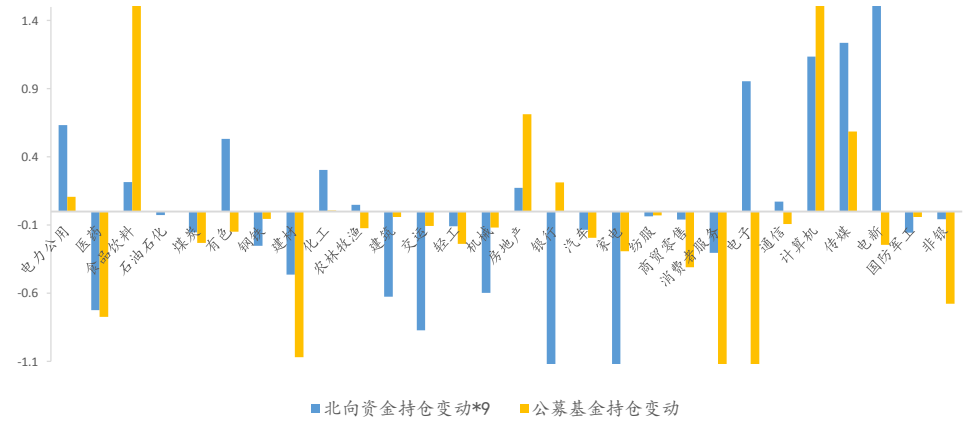
图 17：北向和公募的持仓呈现纺锤型，集中在消费和成长板块



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周北向资金明显减持了家电、银行、交运、机械、建材和医药，明显增持了电子、计算机、传媒、电新，公募基金明显减持了医药、消费者服务、电子、非银，增持了食品饮料、房地产、计算机和传媒。

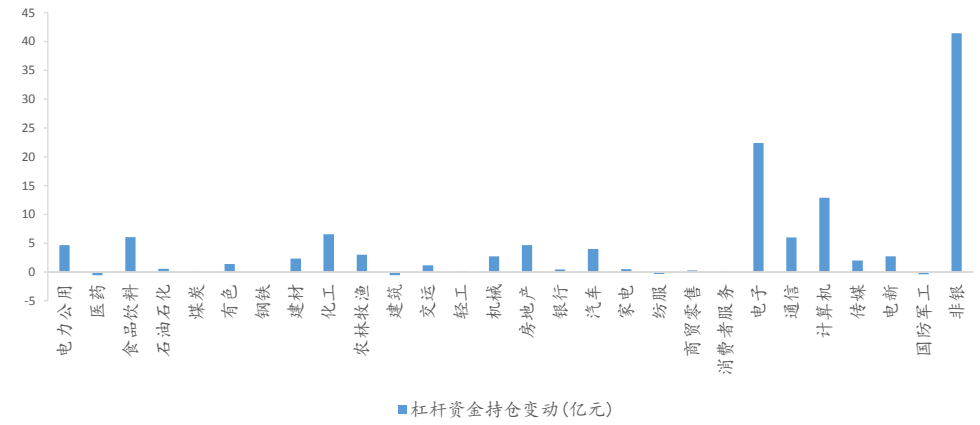
图 18：北向和公募行业本周加减仓情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

本周杠杆资金净流入行业结构相比上周有了明显的偏向性，明显流入非银、计算机、电子、通信。

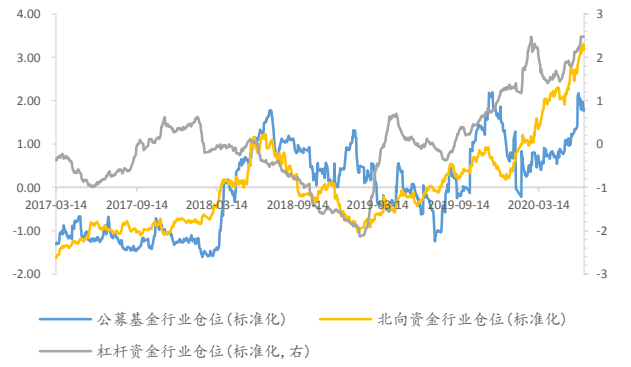
图 19：本周杠杆资金行业净流入情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

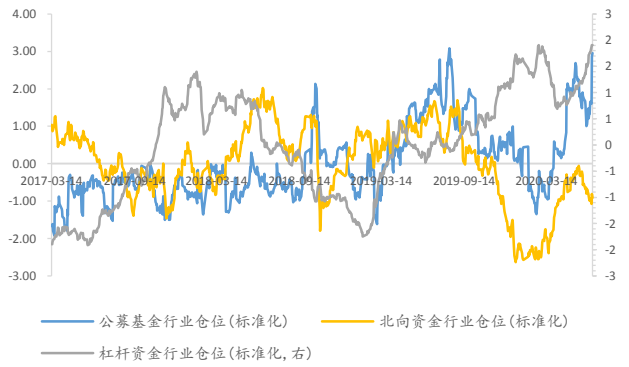
从具体行业持仓变动中可以看出北向资金在 5 月份之后就已经趋势性减持食品饮料，买盘力量主要来自杠杆资金，近期公募基金重新开始加仓食品饮料，仓位回到历史高位，历史上北向资金和公募基金在食品饮料行业上的配置方向较为一致，且行业加仓空间已然不大，后续减仓是大概率事件。对于医药行业配置，北向和公募的持仓均在历史高位，公募基金在 6 月初开始减持医药股，北向本周也开始小幅减仓，历史上两者的对医药行业的持仓方向基本较为一致，后续大概率机构资金会持续减仓医药。

图 20：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：医药



资料来源：WIND，民生证券研究院

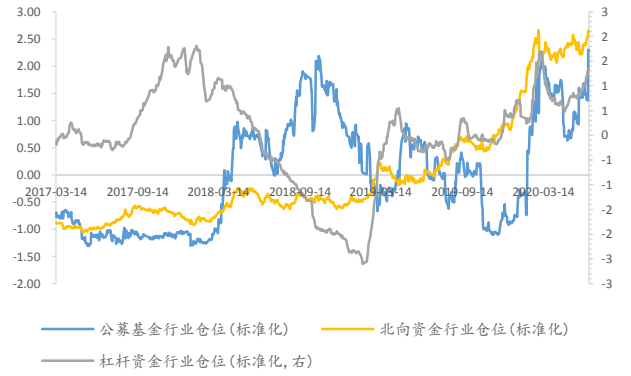
图 21：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：食品饮料



资料来源：WIND，民生证券研究院

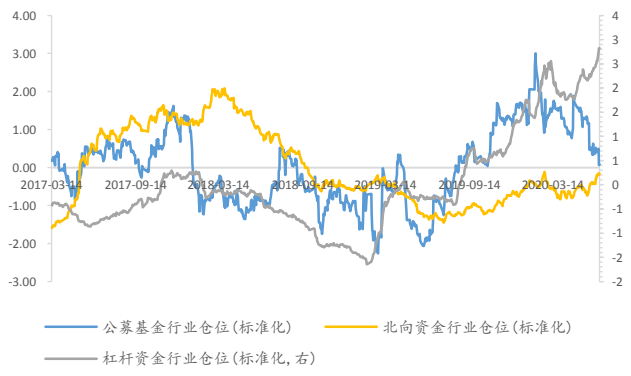
本周北向净买入电子，但公募基金净卖出，公募基金对电子的持仓在今年 2 月份以后趋势性下行，目前回到了 2019 年 11 月初的水平，北向资金自 2019 年 7 月份以来对电子的加仓较为谨慎，目前远低于 2017 年高点水平，从加仓空间来讲，电子是热门行业之最。北向和公募对计算机行业的加仓较为一致，两者对计算机的持仓均处于历史高位。

图 22：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：计算机



资料来源：WIND，民生证券研究院

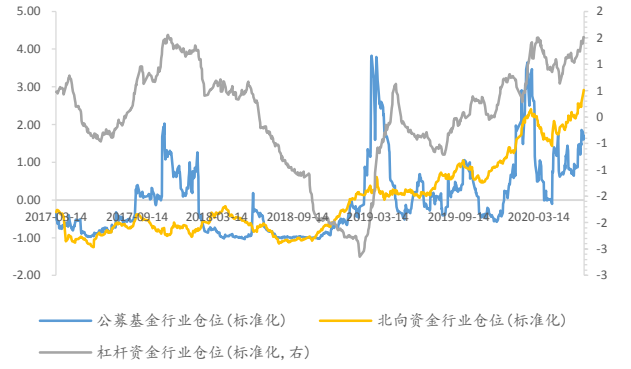
图 23：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电子



资料来源：WIND，民生证券研究院

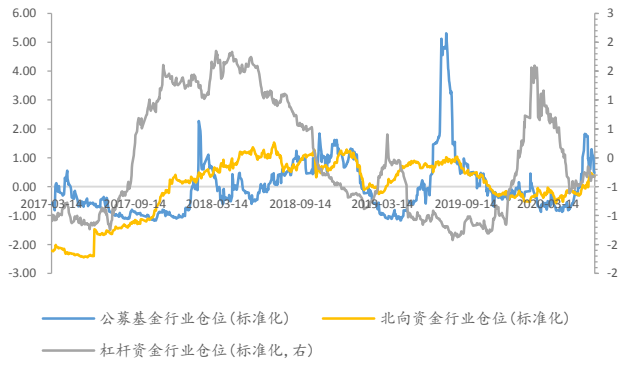
本周北向和公募对电新的配置有一定分歧，其中北向资金明显加仓电新，历史持仓来看，北向资金对电新的持仓创历史新高，体现了对中国新能源产业链的看好，公募自 2020 年 2 月份持仓明显回落之后，目前仓位仍远低于历史高点。本周北向和公募一致净卖出消费者服务行业，从历史持仓来看，北向和公募的持仓水平均处于历史较高位置。有一点值得注意的是，北向和公募往往在市场行情不好的时候大幅加仓消费者服务，体现了该行业的防御性，这一点接下来可能对行业整体不利。

图 24：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电新



资料来源：WIND，民生证券研究院

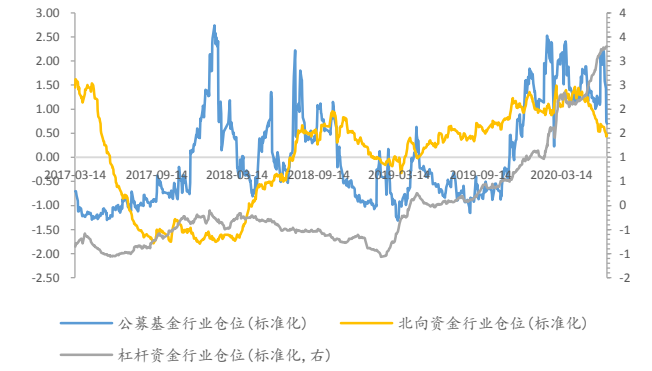
图 25：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：消费者服务



资料来源：WIND，民生证券研究院

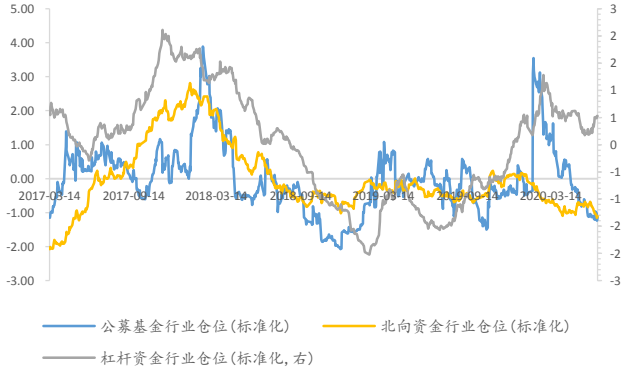
本周北向和公募对建材和非银的观点较为一致，均明显卖出。对于建材需要注意到，北向和公募自 3-4 月份以来处于持续减仓，这体现了当初配置建材的逻辑是经济逆周期调节，近期主要是杠杆资金对建材大幅买进。从历史持仓来看，北向和公募对家电的持仓处于历史低位， 从分析师一致预期来看，今年家电企业的盈利增速受疫情拖累难以有明显表现，可能是机构投资者一直没有加仓的主要原因。

图 26：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：建材



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 27：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：家电

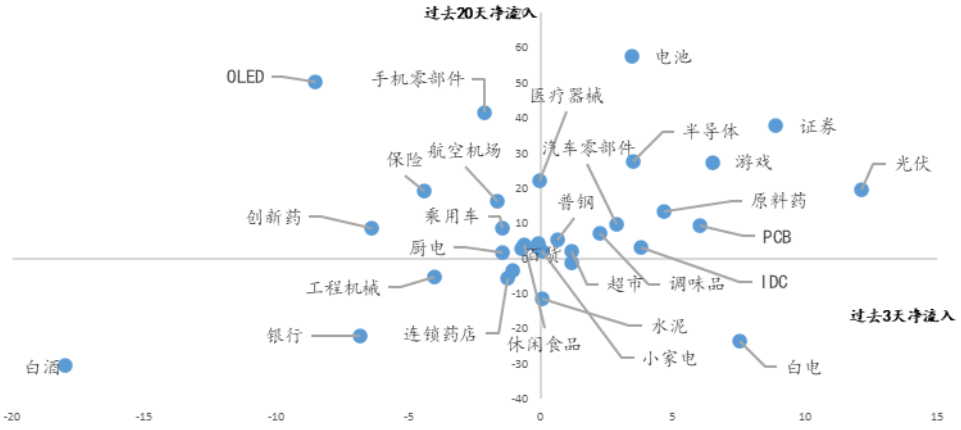


资料来源：WIND，民生证券研究院

3、北向资金明显减仓白酒板块，持续流入证券板块

从具体板块来看，北向资金本周主要流入了光伏、证券、白电、游戏、PCB 板块，主要流出了白酒、OLED、创新药、银行、保险。值得注意，和过去 20 天北向资金净流入放在一起看，北向资金对白酒的减仓是近期行为，与北向资金在行业配置上减持食品饮料相一致，北向资金延续了上周对银行股的减仓。另外，白电板块重新开始净流入，从个股来看，主要是外资重新净买入格力电器所致。

图 28：北向资金净流入板块情况



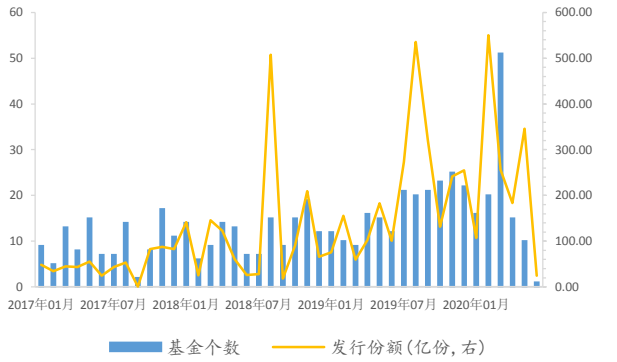
资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）本周有 4 只偏股混合型基金开始认购

截止 6 月 28 日，以认购起始日统计，6 月新发股票型基金仅有 1 只，新发混合型基金为 23 只，均处于历史较低水平，从新发基金份额来看，股票型基金新发份额仅 24.56 亿份，混合型基金新发 822.63 亿份，好于股票型。

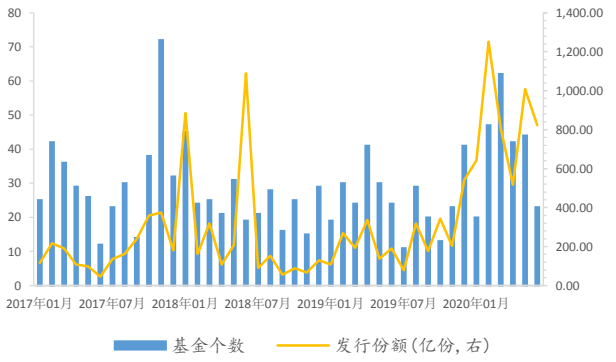
上周新发行基金 11 只，其中有 4 只偏股混合型基金，从名称主题来看，主要是价值类偏股基金。

图 29：股票型基金新发情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 30：混合型基金新发情况

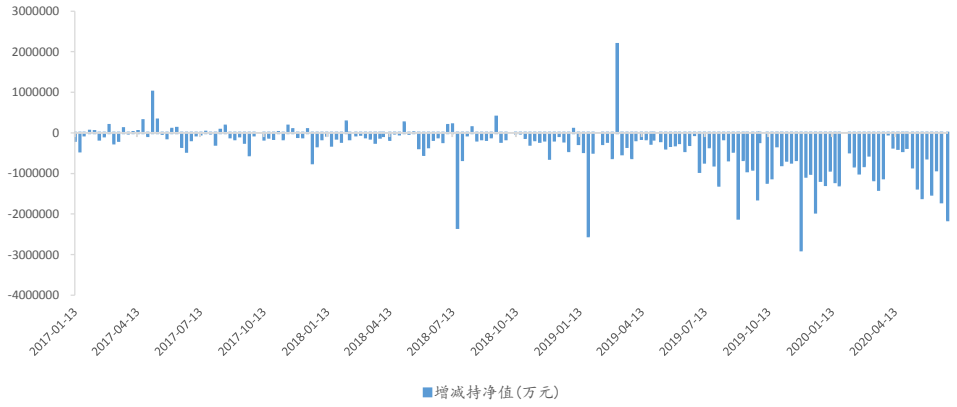


资料来源：WIND，民生证券研究院

（三）产业资本减持规模有所扩大

本周全 A 上市公司减持规模有所扩大，达 214.8 亿元，为 2020 年 12 月份以来新高，环比上周扩大 44 亿元，其中主要减持公司有中国建筑、中兴通讯、华友钴业、爱尔眼科、完美世界、华胜天成，主要增持公司有金科股份、国投电力、航天彩虹。

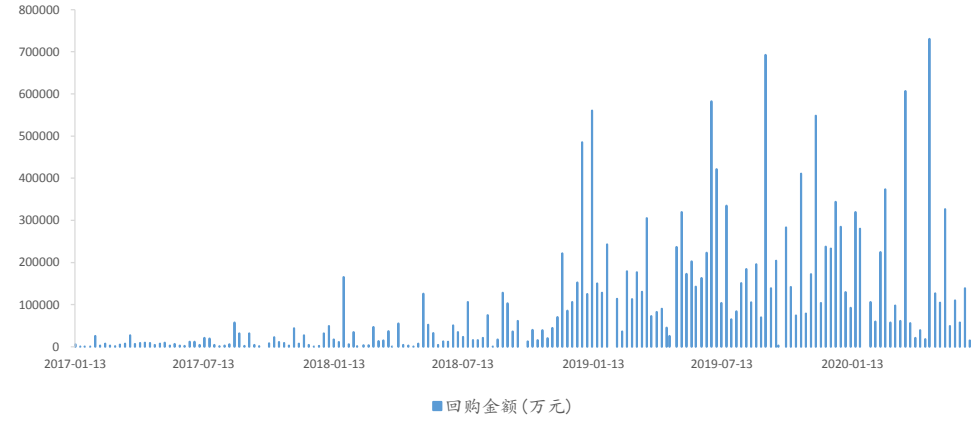
图 31：全 A 上市公司增减持情况



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缩小，达 1.5 亿元，环比上周减少 12.36 亿元。

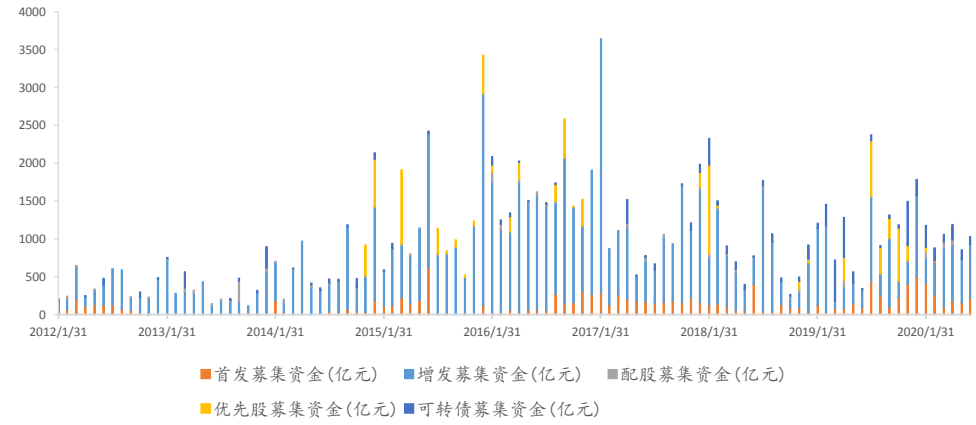
图 32：全 A 上市公司回购情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

截止 6 月 28 日，全 A 一级市场融资达 1118.69 亿元，环比 5 月份增加 228.123 亿元。其中 IPO 融资达 220.864 亿元，环比增加 60.76 亿元，增发募资达 712.32 亿元，环比增加 139.24 亿元，可转债和可交换债募资达 185.5 亿元，环比增加 28.1 亿元。

图 33：全 A 一级市场融资情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

美国金融市场危机扩大，中国信用环境恶化，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：5 月份 M1 环比增速处于历史较高位置 3
图 2：5 月份 M1、M2 增速差明显收敛 3
图 3：6 月份 BCI 数据加速好转，距离 50 水平仅一步之遥 4
图 4：商品房成交面积同比仍然处于上升趋势 4
图 5：6 大发电集团日均耗煤阶段性回落 5
图 6：企业信用债融资继续高增长，中票短融贡献明显减小 5
图 7：政府债融资继续回落，预计增速高峰已到 6
图 8：成本端利率本周继续震荡上行 6
图 9：本周信用利差小幅上升，主要受信用债利率上行导致 7
图 10：信用利差与基本面：房地产 7
图 11：信用利差与基本面：食品饮料 7
图 12：信用利差与基本面：汽车 8
图 13：信用利差与基本面：医药生物 8
图 14：信用利差与基本面：电子 8
图 15：信用利差与基本面：煤炭开采 8
图 16：机构投资者本周均明显加仓 10
图 17：北向和公募的持仓呈现纺锤型，集中在消费和成长板块 11
图 18：北向和公募行业本周加减仓情况 11
图 19：本周杠杆资金行业净流入情况 12
图 20：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：医药 12
图 21：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：食品饮料 12
图 22：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：计算机 13
图 23：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电子 13
图 24：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：电新 13
图 25：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：消费者服务 13
图 26：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：建材 14
图 27：公募、北向、杠杆资金行业配置情况：家电 14
图 28：北向资金净流入板块情况 14
图 29：股票型基金新发情况 15
图 30：混合型基金新发情况 15
图 31：全 A 上市公司增减持情况 15
图 32：全 A 上市公司回购情况 16
图 33：全 A 一级市场融资情况 16

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。