仅供内部参考，请勿外传

美国 CPI+FOMC 决议的四种情景推演

——金融市场流动性与监管动态周报（0909）

定期报告

当前市场处于存量博弈阶段，上周 ETF 流入，融资资金流出，减持和计划减持规模略有下降，二级市场可跟踪资金整体平衡。未来一周美国将公布的通胀数据和 9 月议息会议可能成为短期市场决断的关键，将共同决定短期美债利率、美元和全球风险偏好的方向。如果核心 CPI 环比低于或符合预期，美联储大概率维持利率不变，靴子落地；如果通胀超预期回升，加息将成为更为顺畅的政策选择，短期压制后将给市场带来配置机会。

- **美国 CPI+FOMC 决议的四种情景推演。**本轮海外流动性交易的关键不只是美联储是否加息，还包括政策决策与通胀数据是否匹配，以及美联储如何解释此次决策的性质。**情景一：通胀回落+利率维持不变。**短端利率见顶预期将得到强化，美元指数有望回落，长债利率可能波动略降，股票与黄金、白银均将受益，A 股科技成长面临的外部估值压力也会相应缓解。**情景二：通胀回落+加息。**短端利率和美元可能快速上行，股票与贵金属短期承压。此时市场关注重点在于此次行动究竟是一次性、预防式加息，还是连续加息周期的起点。**情景三：通胀环比超预期回升+加息。**股票和贵金属短期均面临调整压力。若加息落地后点阵图未进一步上修，政策路径更加清晰，反而可能推动股票市场由短期利空转向“利空出尽”，但会限制黄金、白银的中期上涨空间。**情景四：通胀环比超预期回升+维持利率不变。**股票可能因加息落空而短暂受益，黄金、白银则同时受益于利率回落和政策信誉下降；但长端美债利率可能走高，并通过融资成本和估值压力重新制约 AI 等高久期资产。
- **货币政策与利率：上周（8/31-9/4）央行公开市场净回笼 14115 亿元，回收前期投放的短期流动性，未来一周将有 100 亿元逆回购到期。**货币市场利率下行，短端国债收益率上行，长端国债收益率下行，同业存单发行规模下降，发行利率涨跌不一。截至 9 月 4 日，R007 下行 0.5bp，DR007 下行 1.3bp，1 年期国债收益率上行 2.0bp，10 年期国债收益率下行 1.5bp，同业存单发行规模减少 3702.1 亿元，3M 同业存单利率上行，1M/6M 同业存单利率下行。
- **资金供需：二级市场可跟踪资金。**融资余额下降，融资资金净卖出 209.7 亿元；ETF 净流入 108.7 亿元；新成立偏股类公募基金份额减少。重要股东由净减持规模下降，公布的计划减持规模下降。
- **市场偏好：行业偏好上，电子、房地产、建筑材料获各类资金净流入规模较高。**宽指 ETF 申赎参半，其中中证 500ETF 赎回最多，科创板和科创板 ETF 获得大幅净申购；行业 ETF 申赎参半，其中信息技术 ETF 申购较多，券商 ETF 赎回较多。净申购最高的为华夏上证科创板 50ETF；净赎回最高的为国泰中证煤炭 ETF。
- **风险提示：经济数据及政策不及预期、海外政策超预期收紧。**

相关报告

1. 《招商 A 股流动性研究体系与流动性指数——A 股市流动性研究之四》，2016 年 8 月
2. 《A 股机构投资者全景图—股票市场 SCP 范式研究之一》，2017 年 10 月
3. 《主动偏股基金持仓再平衡，可跟踪资金持续净流出——金融市场流动性与监管动态周报(0428)》

招商 A 股流动性指数	
流动性指标	数值/金额（亿元）
资金供给	
公募基金发行	49.86↓
ETF 净申购	108.67↑
融资净买入	-209.65↓
资金需求	
限售解禁	226.28↑
IPO 融资	79.22↑
净减持金额	56.71↓
计划减持金额	46.31↓
活跃度	
A 股周度日均成交额	19697.77↓
二级市场可跟踪资金供需基本平衡	

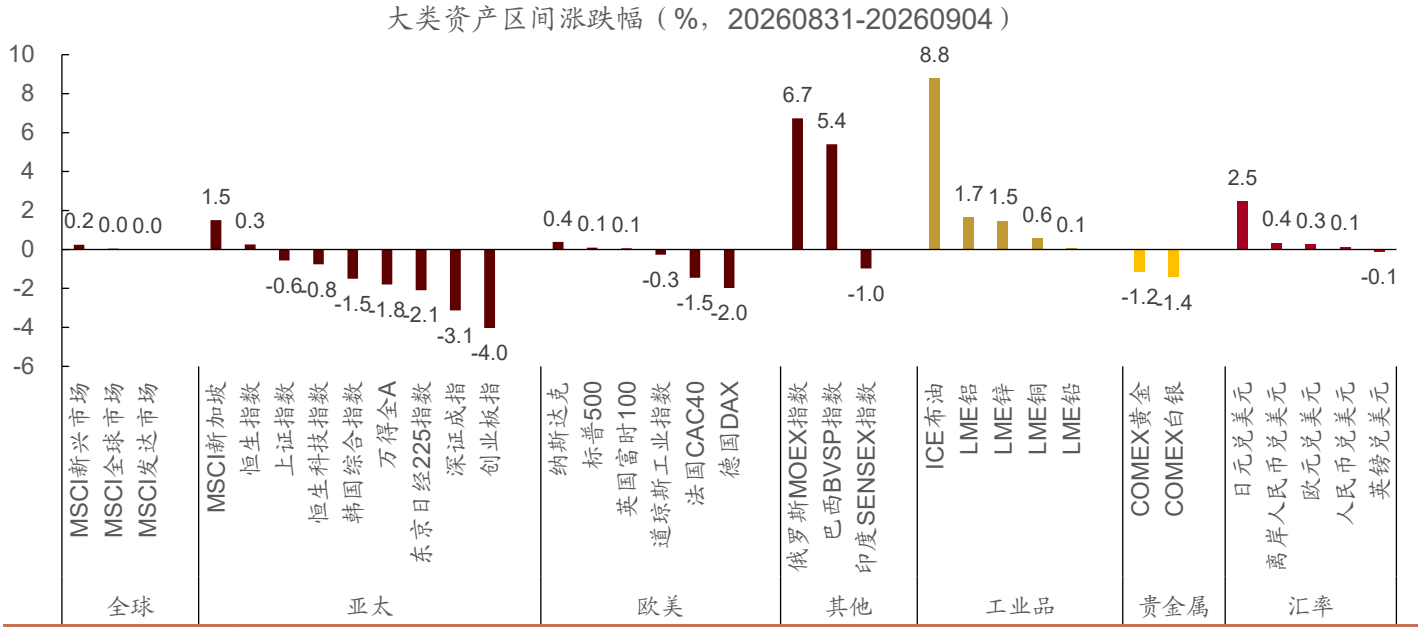
李昊阳 S1090524120005
lihaoyang1@cmschina.com.cn

涂婧清 S1090520030001
tujingqing@cmschina.com.cn

王德健（研究助理）
wangdejian@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

图 1：大类资产表现：油价大涨；贵金属下跌；股市多下跌



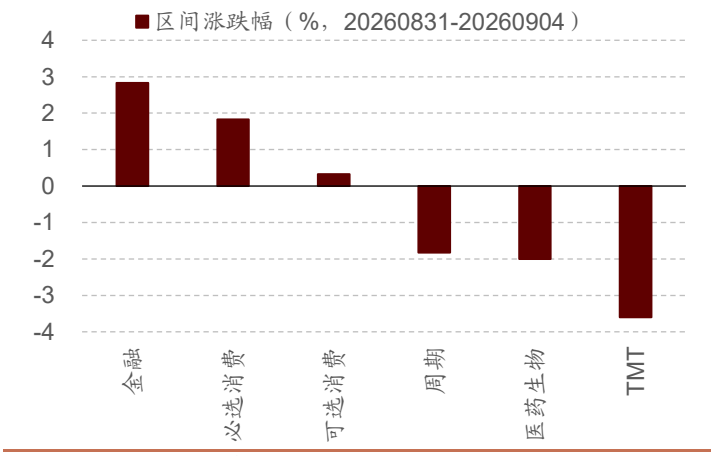
资料来源：Wind，招商证券

图 2：风格：大盘价值>小盘价值>大盘成长>小盘成长



资料来源：Wind、招商证券

图 3：大类行业表现



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

一、流动性专题

※ 美国 CPI+FOMC 决议的四种情景推演

美债利率反复对市场形成扰动，本周的通胀数据和下周的美联储决策是短期决断的关键，将共同决定短期美债利率、美元和全球风险偏好的方向。8 月非农就业强于预期后，市场对 9 月加息的预期重新升温，但最终的资产反应不仅取决于通胀数据本身，也取决于美联储针对通胀结果作出何种政策选择。由此就可以形成通胀数据+议息会议决策的四种情景。

当前市场对美国 8 月通胀的一致预期为，整体 CPI 环比+0.4%（前值 0.1%）、同比+3.4%（前值 3.4%），核心 CPI 环比+0.2%（前值 0.2%）、同比+2.4%（前值 2.5%）。

如果核心 CPI 环比低于或符合预期，美联储维持利率不变将是对市场最为有利的组合。

情景一：通胀回落+利率维持不变。短端利率见顶预期将得到强化，美元指数有望回落，长债利率可能波动略降，股票与黄金、白银均将受益，A 股科技成长面临的外部估值压力也会相应缓解。

情景二：通胀回落+加息。如果美联储在通胀回落的情况下仍选择加息，则将构成超预期鹰派，短端利率和美元可能快速上行，股票与贵金属短期承压。此时市场关注的重点将由加息本身转向其政策含义，即此次行动究竟是一次性、预防式加息，还是连续加息周期的起点，二者对资产价格的影响程度和持续时间存在明显差异，届时沃什在议息会议的讲话及市场对信号的解读将更为重要。不过考虑到此前联储官员的表态以及中期选举前的政治施压，这种情形的概率较低。

如果通胀继续偏热，加息将成为更为顺畅的政策选择。

情景三：通胀环比超预期回升+加息。股票和贵金属短期均面临调整压力。但考虑到中期选举、财政融资成本和资产价格波动均会提高连续加息的代价，美联储更可能将其解释为一次性政策收紧，而非重启连续加息周期。若加息落地后点阵图未进一步上修，政策路径更加清晰，反而可能推动股票市场由短期利空转向“利空出尽”，但美联储政策信誉的修复会限制黄金、白银的中期上涨空间。

情景四：通胀环比超预期回升+维持利率不变。如果通胀偏热而美联储仍维持利率不变，股票可能因加息落空而短暂受益，黄金、白银则同时受到利率不再上行和政策可信度下降的支撑；但随着通胀风险溢价上升以及市场对美联储信任度受损，长端美债利率仍可能走高，并通过融资成本和估值压力重新制约 AI 等高久期资产。

总体而言，本轮海外流动性交易的关键不只是美联储是否加息，还包括政策决策与通胀数据是否匹配，以及美联储如何解释此次决策的性质。对 A 股而言，通胀如期回落并叠加美联储按兵不动，将为成长风格修复提供相对有利的外部环境；若通胀偏热并推动美债收益率继续上行，高估值科技成长方向的波动可能再度放大。

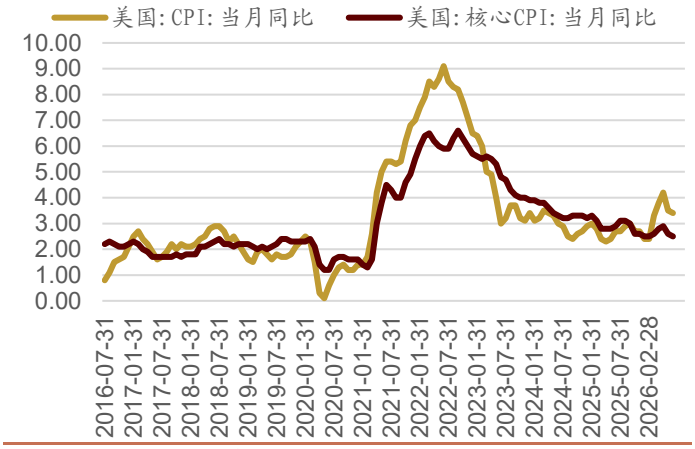
表 1：美国 8 月通胀与 9 月 FOMC 决策的四种情景分析

情景分类	CPI 表现	议息会议	发生可能性	股票	黄金 / 白银	利率 / 美元	中期风险与后续观察点
1	延续回落	不加息	基准情形	利好	利好（短端利率高位回落）	长端压力缓解，美元偏弱	皆大欢喜，大类资产普遍受益；后续看回落能否延续
2	延续回落	加息	很小，已有票委表态"通胀下行趋势下支持不加息"，且加息面临政治压力	短期利空	短期利空	短端上行，美元走强	黑天鹅。关键在于沃什记者会如何解释加息原因：预防式一次性加息 vs. 连续加息起点，二者对资产的定价完全不同
3	环比超预期回升	加息	中等偏上	短期利空	短期利空	短端上行	倾向“立威式加息”而非重启连续加息周期：11月中期选举、财政融资成本、资产价格压力都抬高连续加息的代价。短空长多：若9月落地，政策路径反而清晰，对股市属于利空出尽；但美联储信誉修复会压制金银的长期空间
4	环比超预期回升	不加息	权衡政治与信誉，概率较低	短期受益于不加息	最明确的利好：短期利率不再上行 + 政策信用受损的双重驱动	短端平稳，但长债利率上行压力增大	股票短多中空：中期长端利率上行、长债市场波动会反噬 AI 基本面，至少是高波动而非纯利好

资料来源：招商证券

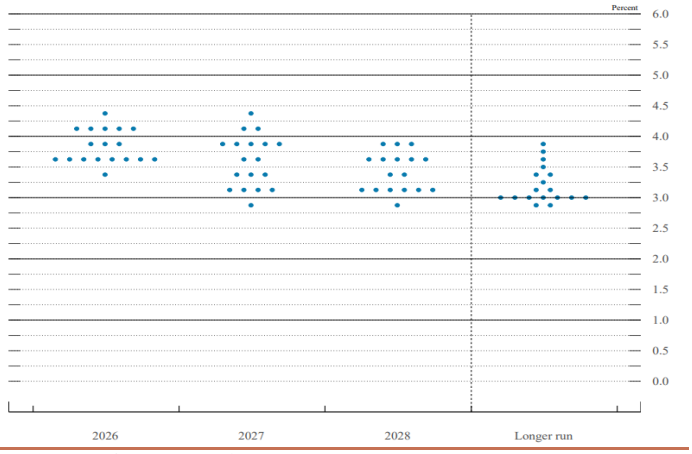
仅供内部参考，请勿外传

图 4：美国 7 月总体与核心 CPI 同比均小幅回落



资料来源：iFinD、招商证券

图 5：美联储 6 月点阵图显示年末政策利率预期仍有分歧



资料来源：美联储、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

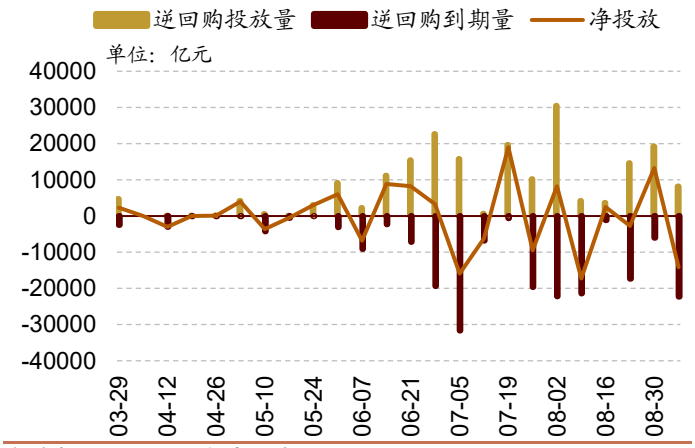
二、货币政策工具与资金成本

上周（8/31-9/4）央行公开市场净回笼 14115 亿元。为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展逆回购 8160 亿元，同期有 22275 亿元央行逆回购到期，逆回购净回笼 14115 亿元。未来一周将有 100 亿元逆回购到期。

货币市场利率下行，R007 与 DR007 利差扩大；短端国债收益率上行，长端国债收益率下行，期限利差缩小。截至 9 月 4 日，R007 为 1.40%，较前期下行 0.5bp，DR007 为 1.37%，较前期下行 1.3bp，两者利差扩大 0.8bp 至 0.03%。1 年期国债到期收益率上升 2.0bp 至 1.23%，10 年期国债到期收益率下降 1.5bp 至 1.68%，期限利差缩小 3.5bp 至 0.45%。

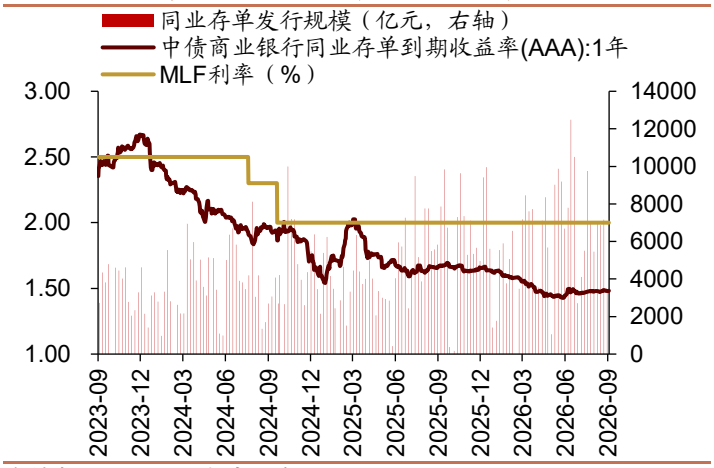
同业存单发行规模下降，发行利率涨跌不一。上周（8/31-9/4）同业存单发行 267 只，较上期减少 51 只；发行总规模 3463.9 亿元，较上期减少 3702.1 亿元；截至 9 月 4 日，1 个月、3 个月和 6 个月发行利率分别较前期变化-3.8bp、0.7bp、-1.4bp 至 1.38%、1.45%、1.49%。

图 6：央行公开市场逆回购操作



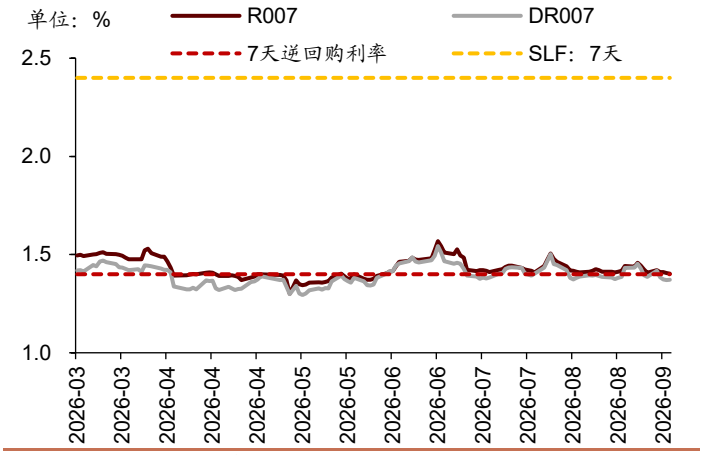
资料来源：Wind、招商证券

图 7：同业存单发行规模、利率与 MLF 利率



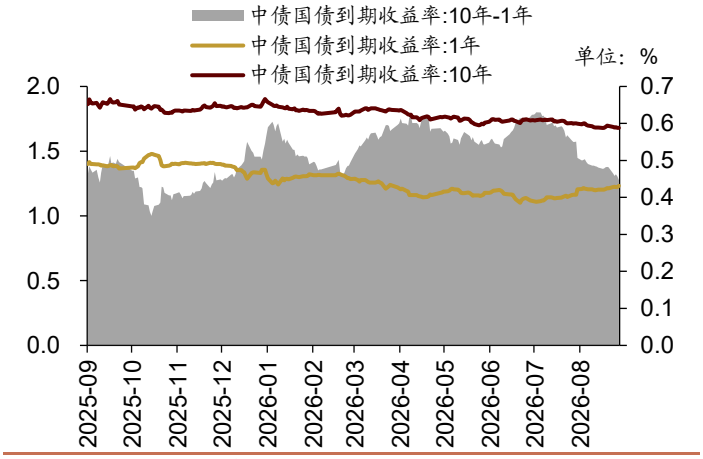
资料来源：Wind、招商证券

图 8：7 天质押式回购利率与政策利率



资料来源：Wind、招商证券

图 9：国债到期收益率及期限利率

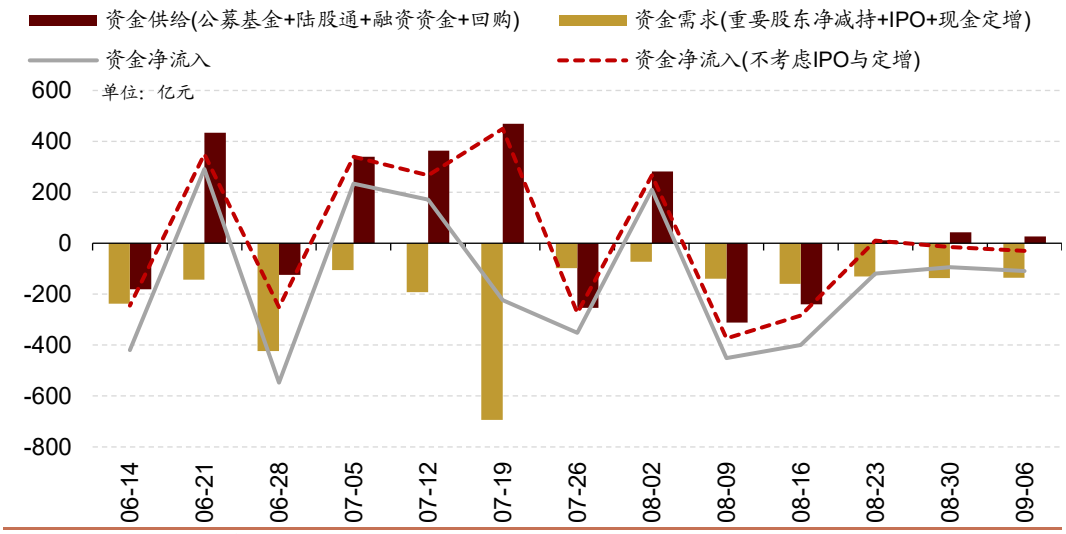


资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

三、股市资金供需

图 10：A 股周度资金供需

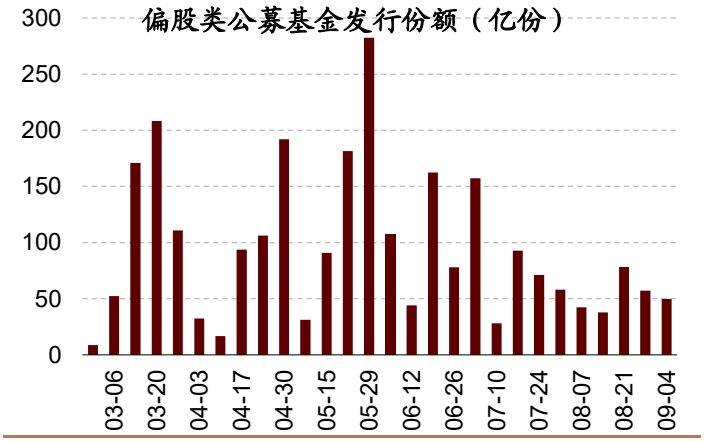


资料来源：Wind，招商证券

1、资金供给

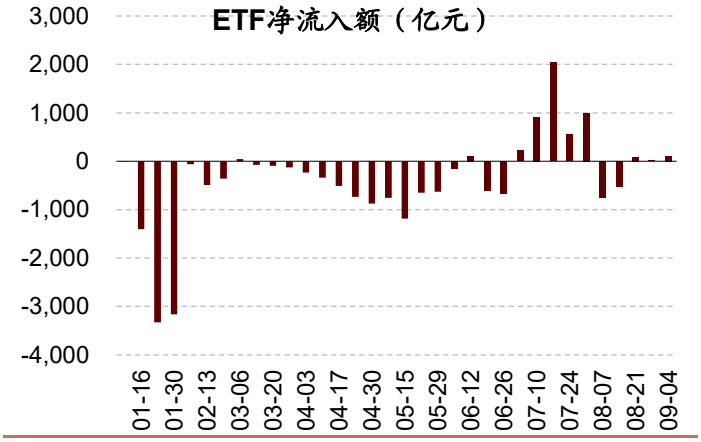
资金供给方面，上周（8/31-9/4）新成立偏股类公募基金 49.9 亿份，较前期减少 7.4 亿份。股票型 ETF 较前期净流入，对应净流入 108.7 亿元。上周整个市场融资净卖出 209.7 亿元，净卖出额较前期扩大 178.9 亿元，截至 9 月 4 日，A 股融资余额为 26092.6 亿元。

图 11：偏股类公募基金发行份额



资料来源：Wind、招商证券

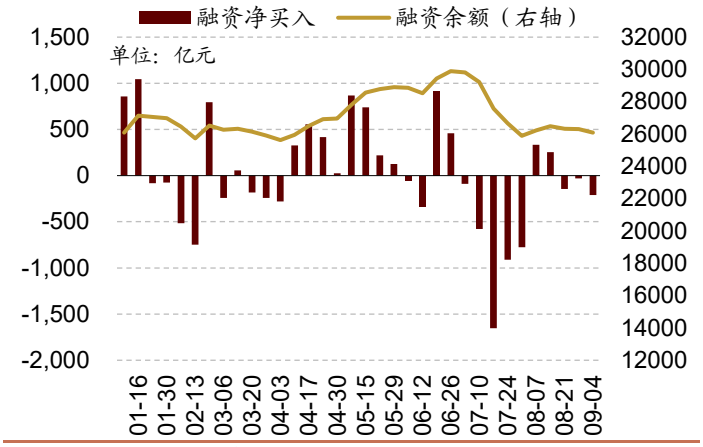
图 12：股票型 ETF 资金净流入规模



资料来源：Wind、招商证券

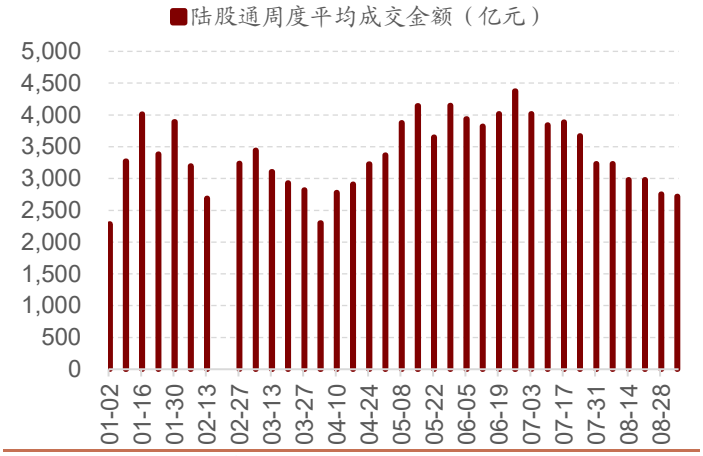
仅供内部参考，请勿外传

图 13：融资净买入额及融资余额



资料来源：Wind、招商证券

图 14：陆股通周度日成交额



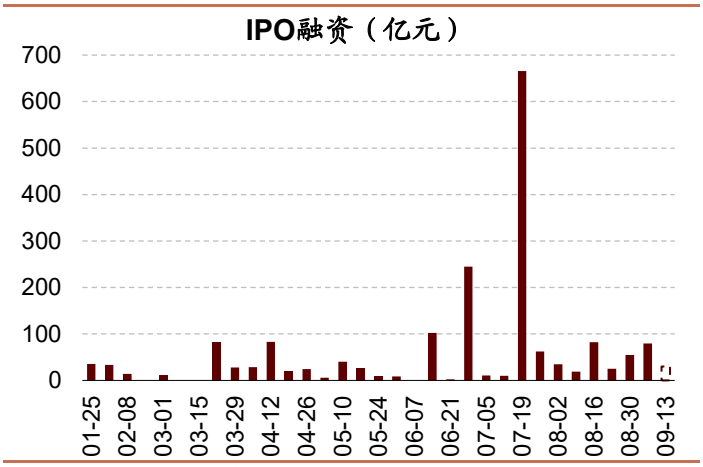
资料来源：Wind、招商证券

2、资金需求

资金需求方面，上周（8/31-9/4）IPO 规模回升至 79.2 亿元，共有 2 家 IPO，截至 9 月 4 日公告，未来一周将有 2 家 IPO，计划募资规模 30.0 亿元。重要股东净减持规模缩小，净减持 56.7 亿元；公告的计划减持规模 46.3 亿元，较前期下降。

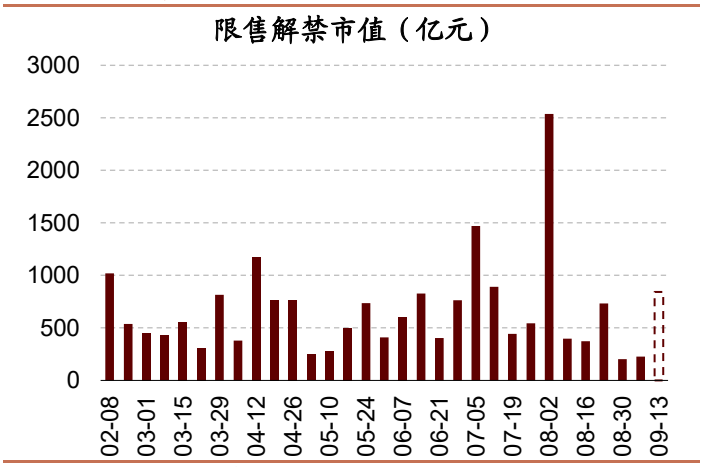
限售解禁市值为 226.3 亿元（首发原股东限售股解禁 12.2 亿元，首发一般股份解禁 54.7 亿元，定增股份解禁 121.1 亿元，其他 38.3 亿元），较前期上升。未来一周解禁规模上升至 842.4 亿元（首发原股东限售股解禁 377.2 亿元，首发一般股份解禁 134.7 亿元，定增股份解禁 300.5 亿元，其他 29.9 亿元）。

图 15：IPO 融资金额



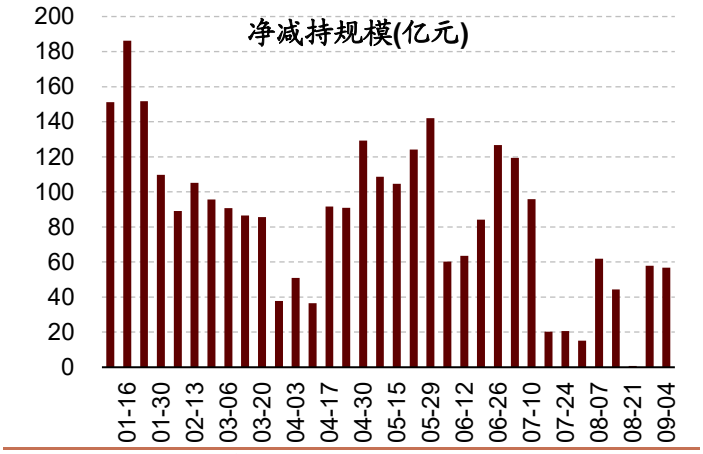
资料来源：Wind、招商证券

图 16：限售解禁市值



资料来源：Wind、招商证券

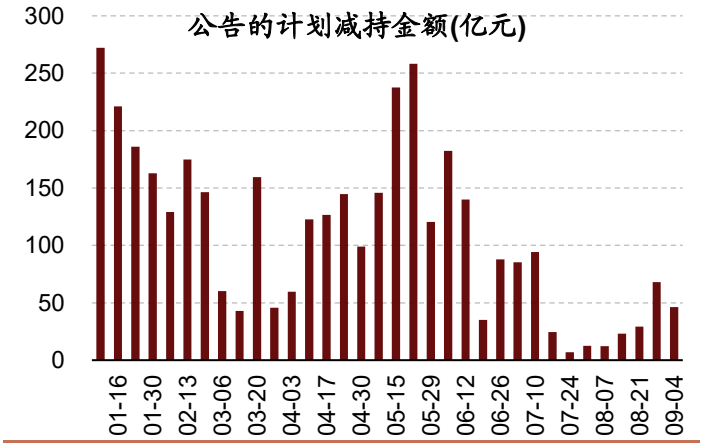
图 17：重要股东二级市场净减持规模



资料来源：Wind、招商证券

注：数据为已公告减持完成数据，公告发布可能存在滞后

图 18：公告的计划减持规模



资料来源：Wind、招商证券

四、投资者偏好

1、行业偏好

行业偏好上，上周（8/31-9/4）电子、房地产、建筑材料获各类资金净流入规模较高。上周股票型 ETF 净流入 113.2 亿元，净流入规模较高的行业为电子、医药生物、通信，流入金额分别为 185.5 亿元、22.9 亿元、15.9 亿元，净流出规模较高的行业是银行、非银金融、煤炭等行业。融资资金净流出 209.7 亿元，净买入规模较高的行业为机械设备（+7.9 亿元）、建筑材料（+5.5 亿元）、石油石化（+5.2 亿元）等行业，净卖出电子（-94.7 亿元）、通信（-46.5 亿元）、医药生物（-25.2 亿元）等行业。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：上周各类资金行业净流入（单位：亿元）

行业	融资资金	ETF	重要股东净增持	合计（↓）
电子	-94.70	185.46	-14.17	76.59
房地产	3.69	3.88	-0.61	6.96
建筑材料	5.55	-1.23	0.01	4.33
机械设备	7.94	0.74	-7.08	1.60
社会服务	0.16	0.17	0.00	0.33
综合	0.26	-0.01	0.00	0.24
美容护理	0.12	0.15	-0.04	0.24
石油石化	5.17	-5.63	0.00	-0.45
基础化工	3.90	-0.63	-3.85	-0.58
轻工制造	0.33	-0.29	-0.68	-0.64
纺织服饰	0.77	-1.46	0.00	-0.69
商贸零售	-0.17	0.02	-0.80	-0.96
农林牧渔	1.42	-1.68	-0.71	-0.96
环保	-0.51	-1.13	0.38	-1.25
钢铁	0.34	-2.15	0.00	-1.82
传媒	0.96	0.76	-6.06	-4.35
建筑装饰	-1.55	-3.62	0.57	-4.60
家用电器	-2.45	-2.10	-0.55	-5.11
医药生物	-25.16	22.92	-3.26	-5.50
有色金属	-10.72	3.79	1.37	-5.56
交通运输	-1.47	-6.34	0.26	-7.55
汽车	-2.95	-1.45	-3.51	-7.92
食品饮料	-3.86	-5.34	-0.01	-9.21
公用事业	-2.79	-8.01	1.55	-9.24
电力设备	-5.67	9.80	-15.34	-11.20
国防军工	-9.18	-2.82	-0.15	-12.16
计算机	-12.93	4.26	-3.84	-12.51
煤炭	2.33	-28.52	0.00	-26.19
通信	-46.52	15.87	-0.19	-30.84
银行	-10.90	-33.44	0.00	-44.34
非银金融	-22.67	-28.74	0.00	-51.41
合计	-221.28	113.23	-56.71	-164.75

资料来源：Wind，招商证券

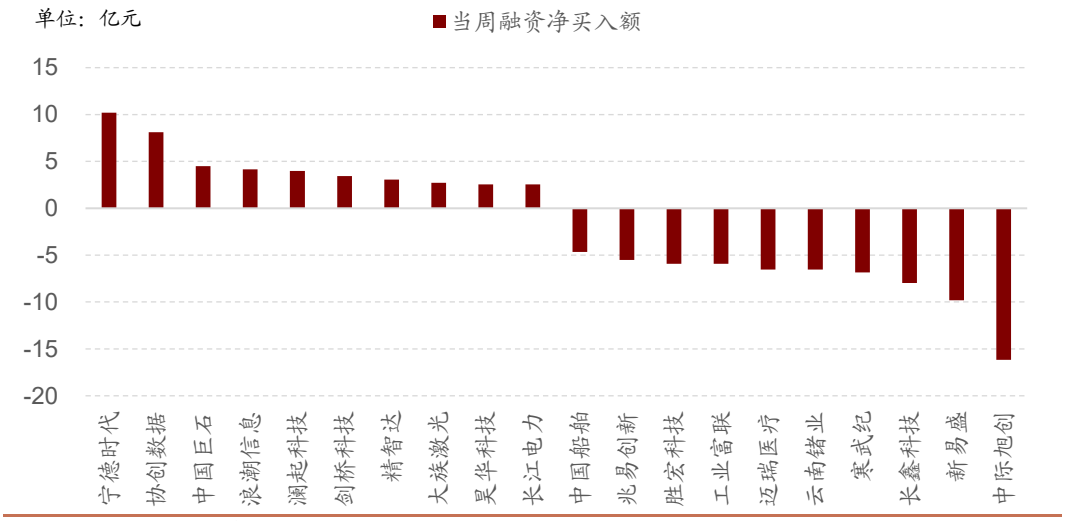
注：重要股东净增持以变动截止日期为参考；ETF 分行业净流入规模折分所有股票型 ETF；融资资金、股东增减持、ETF 均截至上周五

2、个股偏好

融资净买入规模较高的为宁德时代（+10.2 亿元）、协创数据（+8.1 亿元）、中国巨石（+4.5 亿元）等；净卖出规模较高的为中际旭创（-16.2 亿元）、新易盛（-9.8 亿元）、长鑫科技（-8.0 亿元）等。

仅供内部参考，请勿外传

图 19：融资净买入与净卖出前 10 大股票



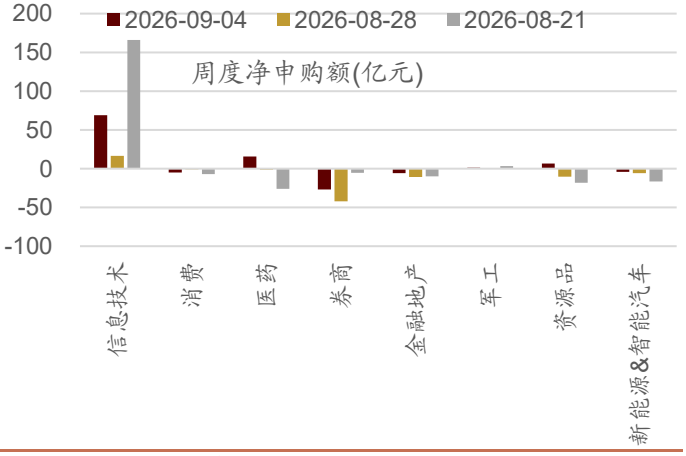
资料来源：Wind，招商证券

4、ETF 偏好

上周（8/31-9/4）ETF 净申购，当周净申购 108.7 亿元，宽指 ETF 以净赎回为主，其中中证 500ETF 赎回最多；行业 ETF 申赎参半，其中信息技术 ETF 申购较多，券商 ETF 赎回较多。具体的，沪深 300ETF 净赎回 0.6 亿元；上证 50ETF 净赎回 1.0 亿元；科创板 ETF 净申购 148.8 亿元；A50ETF 净申购 0.1 亿元；双创 50ETF 净赎回 5.0 亿元；创业板 ETF 净申购 61.0 亿元；中证 500ETF 净赎回 17.1 亿元。行业 ETF 方面，信息技术行业净申购 69.1 亿元；消费行业净赎回 5.0 亿元；医药行业净申购 15.8 亿元；券商行业净赎回 26.7 亿元；金融地产行业净赎回 5.9 亿元；军工行业净申购 1.4 亿元；原材料行业净申购 6.7 亿元；新能源&智能汽车行业净赎回 4.0 亿元。

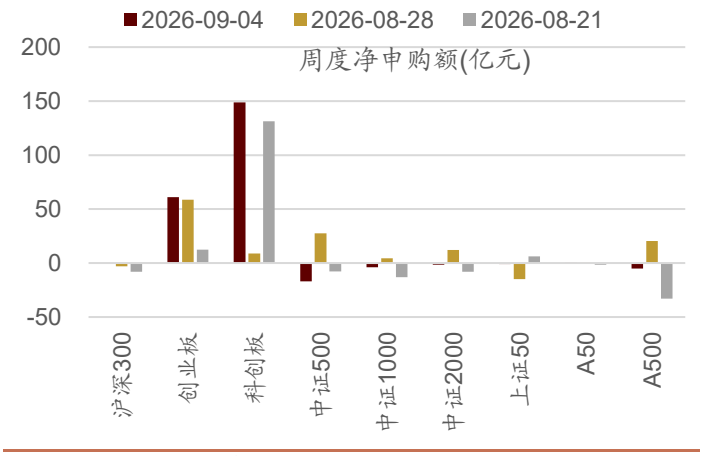
上周（8/31-9/4）股票型 ETF 净申购规模最高的为华夏上证科创板 50ETF（+64.1 亿元），易方达创业板 ETF（+44.5 亿元）净申购规模次之；净赎回规模最高的为国泰中证煤炭 ETF（-25.3 亿元），华泰柏瑞红利低波动 ETF（-20.6 亿元）次之。

图 20：主要行业主题 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

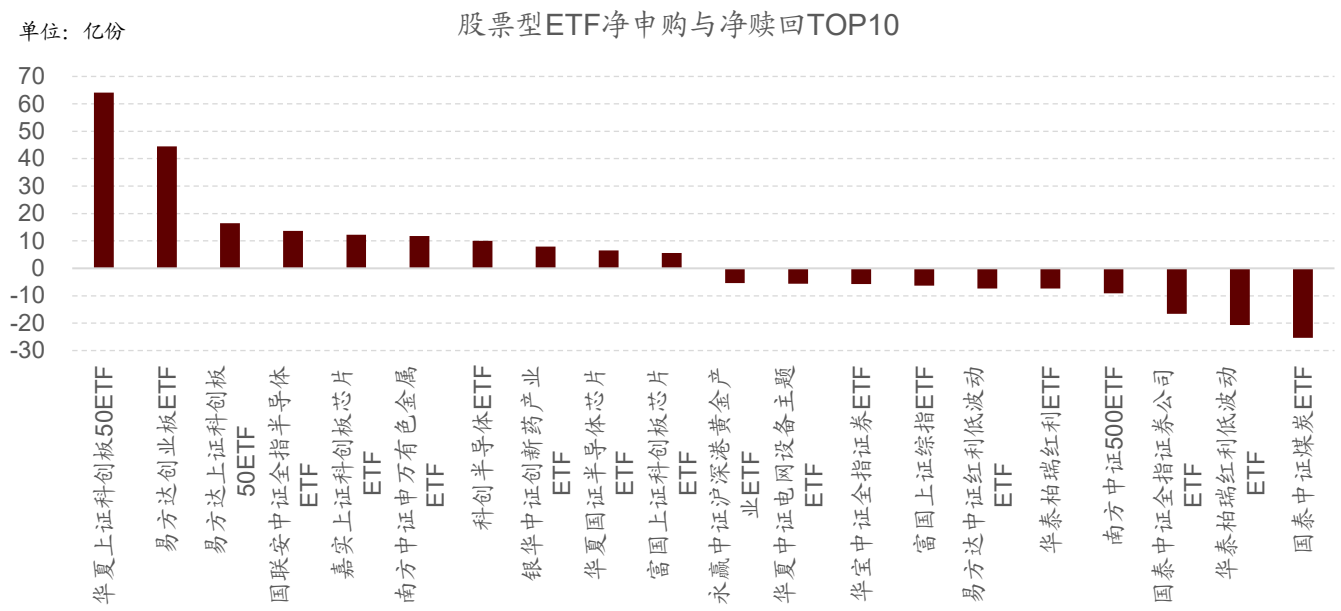
图 21：主要宽基指数 ETF 近三周净申购金额



资料来源：Wind、招商证券

仅供内部参考，请勿外传

图 22：最新一期净申购与净赎回前十大股票型 ETF



资料来源：Wind，招商证券

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。