

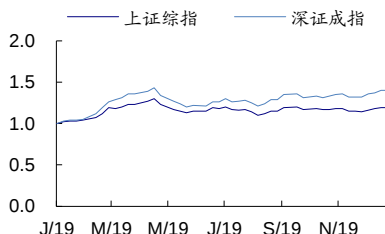
证券研究报告—深度报告

投资策略

全市场流动性分析专题

2020年10月21日

一年沪深300与深圳成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	9,890
创业板/月涨跌幅(%)	2,150
AH 股价差指数	2,531
A 股总流通市值(万亿元)	66.77/48.99

证券分析师：燕翔

电话：010-88005325

E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：朱成成

电话：0755-81982942

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080010

证券分析师：许茹纯

电话：021-60933151

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080007

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

专题策略

北上资金持续流出，社融数据维持高位

● 市场综述：北上资金持续流出，社融数据维持高位

总体来看，9月份全市场流动性依然维持紧平衡。具体来看，股票市场，一方面一级市场上9月份募集资金总额环比持续回落，新发基金规模环比小幅回暖，两融余额持续攀升，但另一方面9月份重要股东净减持额大幅增加，新增投资者数量环比减少，同时更为重要的是互联互通资金9月份继续维持净流出状态。综合来看，我们认为9月份股票市场流动性整体中性偏紧。金融市场上，虽然9月份央行继续向市场净投放资金，但从利率的角度看，9月份货币市场利率水平并不低，而债券市场上，9月以来国债利率仍在持续上行。实体流动性上，9月以来金融数据维持高增长，宽信用格局仍在持续。9月以来人民币对美元及一篮子货币持续升值，美元指数低位震荡。9月份以来G7利率仍在低位徘徊。货币政策方面，9月份以来美日货币增速持续上行，美日欧央行持续扩表。总体来看，我们认为随着经济复苏仍在稳步推进，货币政策开始渐渐回归正常化，市场流动性最为宽松的时期或许已经过去，不过中长期来看，外资的持续流入以及居民对权益资产配置的增加将为A股市场提供重要的增量资金。

● 股票市场流动性：两融持续攀升，北上资金持续流出

综合来看，我们认为9月份股票市场流动性整体中性偏紧。一方面一级市场上9月份募集资金总额环比持续回落，新发基金规模环比小幅回暖，两融余额持续攀升，但另一方面9月份重要股东净减持额大幅增加，新增投资者数量环比减少，同时更为重要的是互联互通资金9月份继续维持净流出状态，且相比8月份净流出额有所放大。

● 金融市场流动性：国债利率上行，期限利差低位震荡

整体来看，9月份金融市场流动性依然处于紧平衡状态。虽然9月份央行继续向市场净投放资金，并且相比于上月规模有所扩大，但从利率的角度看，9月份货币市场利率普遍维持震荡，且当前利率水平并不低，而债券市场上，9月以来长短期国债利率仍在持续上行，期限利差仍在低位震荡。

● 实体经济流动性：M2增速回升，社融数据维持高位

总体来看，9月份金融数据继续维持高增长，宽信用格局仍在持续。其中M1、M2增速双双上行。9月社融当月新增34772亿元，存量同比增长13.5%，相比上月继续提升。从结构上看，新增贷款、未贴现银行承兑汇票、政府债券当月改善十分显著，对社融数据的贡献较大。9月份以来企业信用利差维持震荡。

● 全球流动性跟踪：人民币持续升值，美日货币增速上行

9月以来人民币对美元及一篮子货币持续升值，美元指数低位震荡。9月份以来G7利率仍在低位徘徊。从各国利率的走势来看，8月份美日欧国债利率继续在低位运行。货币政策方面，9月份以来美日货币增速持续上行，9月份美日欧央行持续扩表，不过美联储扩表速度有所放缓。

● 风险提示

经济增长不及预期，基本面出现严重恶化。

内容目录

市场综述：北上资金持续流出，社融数据维持高位	5
股票市场流动性：两融持续攀升，北上资金持续流出	6
一级市场：9 月份增发募集资金总额持续回落	6
产业资本：9 月份重要股东净减持额大幅增加	6
二级市场：互联互通资金持续流出	7
金融市场流动性：国债利率上行，期限利差低位震荡	12
基础货币：9 月份央行广义再贷款工具净投放资金	12
货币市场：9 月份以来市场利率走势震荡	14
债券市场：9 月份以来国债利率持续上行	15
实体经济流动性：M2 增速回升，社融数据维持高位	18
货币供应量：9 月份 M1、M2 增速双双上行	18
社会融资需求：9 月份社融数据维持高增长	18
全球流动性：人民币持续升值，美日货币增速上行	21
全球汇率：9 月以来人民币持续升值	21
债券市场：9 月份以来 G7 利率仍处低位	22
央行资产负债表：9 月份以来美日货币增速持续上行	24
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 9 月份 IPO 募资规模环比持续下降 (月度)	6
图 2: 9 月份一级市场融资规模环比大幅回落 (月度)	6
图 3: 限售股解禁市值统计 (亿元)	7
图 4: 限售股解禁市值统计 (月度)	7
图 5: 重要股东二级市场净增持 (亿元)	7
图 6: 9 月份市场成交额环比下降 (月度)	8
图 7: 8 月新增投资者数量环比回落 (万人)	8
图 8: 9 月份基金发行环比小幅上升 (月度)	8
图 9: 9 月以来基金股票仓位持续上升 (日度)	8
图 10: 9 月以来两融余额震荡上升 (亿元)	9
图 11: 9 月以来融资金额震荡上升 (亿元)	9
图 12: 9 月份互联互通资金持续净流出 (亿元)	9
图 13: 9 月份互联互通资金持续净流出 (亿元)	9
图 14: 陆股通资金行业持股占比情况	10
图 15: 8 月中旬以来上证综指波动率大幅下行 (日度)	11
图 16: SLF 操作及余额 (亿元)	12
图 17: MLF 操作及余额 (亿元)	13
图 18: PLF 操作及余额 (亿元)	13
图 19: 9 月份央行逆回购净投放资金 (亿元)	14
图 20: 逆回购加权平均利率仍维持低位 (%)	14
图 21: 9 月以来 SHIBOR 利率维持震荡 (%)	14
图 22: 9 月以来质押式回购利率维持震荡 (%)	14
图 23: 9 月以来长短期同业存单利率维持震荡 (%)	15
图 24: 9 月份同业拆借平均利率环比回落 (%)	15
图 25: 9 月以来长短期国债利率持续上行 (%)	16
图 26: 9 月以来期限利差维持震荡 (日度)	16
图 27: 9 月份以来各期限理财产品收益率维持震荡 (%)	17
图 28: 9 月份 M1、M2 同时上升 (%)	18
图 29: 9 月份新增社会融资规模依然维持高位 (亿元)	19
图 30: 9 月份社会融资规模增速环比持续改善 (%)	19
图 31: 9 月份新增人民币贷款环比持续上升 (亿元)	19
图 32: 9 月份人民币贷款存量同比增速震荡回落 (%)	19
图 33: 9 月以来企业信用利差维持震荡 (bp)	20
图 34: 9 月份人民币对美元汇率继续回落 (日度)	21
图 35: 9 月份人民币对一篮子货币升值 (周度)	21
图 36: 9 月份以来美元指数维持震荡 (日度)	22
图 37: 9 月份以来 G7 利率仍处低位 (%)	22
图 38: 美国长短期国债收益率比较 (%)	23
图 39: 美国长短期国债期限利差维持震荡 (%)	23

图 40: 德国长短期国债收益率比较 (%)	23
图 41: 德国长短期国债利差维持震荡 (%)	23
图 42: 日本长短期国债收益率比较 (%)	23
图 43: 日本长短期国债利差维持震荡 (%)	23
图 44: 美国货币供应量 (季调) 同比增速 (%)	24
图 45: 美联储资产负债表总资产规模变化 (百万美元)	24
图 46: 欧元区货币供应量同比增速 (%)	24
图 47: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (百万欧元)	24
图 48: 日本货币供应量 (季调) 同比增速 (%)	25
图 49: 日本央行资产负债表总资产规模变化 (万亿日元)	25
表 1: 月度、周度流动性指标汇总	5
表 2: 陆股通持仓市值前 20 名公司 (亿元)	10

市场综述：北上资金持续流出，社融数据维持高位

总体来看，9月份全市场流动性维持紧平衡。具体来看，股票市场，一方面一级市场上9月份募集资金总额环比持续回落，新发基金规模环比小幅回暖，两融余额持续攀升，但另一方面9月份重要股东净减持额大幅增加，新增投资者数量环比减少，同时更为重要的是互联互通资金9月份继续维持净流出状态。因此综合来看，我们认为9月份股票市场流动性整体中性偏紧。

金融市场上，虽然9月份央行继续向市场净投放资金，并且相比于上月规模有所扩大，但从利率的角度看，9月份货币市场利率普遍维持震荡，且当前利率水平并不低，而债券市场上，9月以来长短期国债利率仍在持续上行，期限利差仍在低位震荡。因此综合来看，我们认为金融市场流动性依然在边际趋紧。

实体经济方面，总体来看，9月份金融数据继续维持高增长，宽信用格局仍在持续。其中M1、M2增速双双上行。9月社融当月新增34772亿元，存量同比增长13.5%，相比上月继续提升。从结构上看，新增贷款、未贴现银行承兑汇票、政府债券当月改善十分显著，对社融数据的贡献较大。

9月以来人民币对美元及一篮子货币持续升值，美元指数低位震荡。9月份以来G7利率仍在低位徘徊。从各国利率的走势来看，8月份美日欧国债利率继续在低位运行。货币政策方面，9月份以来美日货币增速持续上行，9月份美日欧央行持续扩表，不过美联储扩表速度有所放缓。

表 1: 月度、周度流动性指标汇总

市场	市场细分	指标名称	9月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↓		两融持续攀升，北上资金持续流出
		一级市场融资规模	↓		
	产业资本	限售解禁市值	↓	↓	
		重要股东净减持	↑		
		全部A股交易（成交额）	↓		
	二级市场	新增投资者数量	↓		
		新发基金规模	↑		
金融市场	基础货币	沪深港股通净流入	↓		国债利率上行，期限利差低位震荡
		广义再贷款工具净投放（SLF+MLF+PLF）	↑		
	货币市场	公开市场净投放（逆回购）	↑	↑	
		银行间同业拆借加权平均利率	-		
债券市场		理财产品预期年收益率（3m/6m）	↓	↓	
实体经济	货币供应量	M1同比	↑		M2增速回升，社融数据维持高位
		M2同比	↑		
	社会融资需求	社融累计同比增速	↑		
海外市场	全球汇率	人民币汇率指数（参考BIS货币篮子）	↑	-	人民币持续升值，美日货币增速上行
		美国M2同比	↑		
		美联储总资产	-	↑	
	货币供应量	欧元区M2同比	↓		
		欧央行总资产	↑	↑	
		日本M2同比	↑		
		日央行总资产	↑	↑	

↓表示环比减少，↑表示环比增加，-表示总体稳定；表中只列示了报告中重要的增量变化指标。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

股票市场流动性：两融持续攀升，北上资金持续流出

综合来看，我们认为9月份股票市场流动性整体中性偏紧。一方面一级市场上9月份募集资金总额环比持续回落，解禁市值环比下降，新发基金规模环比小幅回暖，基金股票仓位震荡上行，两融余额持续攀升，但另一方面9月份重要股东净减持额大幅增加，两市成交热度有所降低，新增投资者数量环比减少，与此同时更为重要的是互联互通资金9月份继续维持净流出状态，且相比8月份净流出额有所放大。

一级市场：9月份增发募集资金总额持续回落

9月一级市场股票市场募集资金总额1216亿元（包括IPO、增发和配股），环比下降28%。从结构上看，IPO规模相比于上月继续下降，当月共募集530亿元，环比下降16%，占总募集资金的比重为44%；增发募集资金总额674亿元，环比下降36%，占总募集资金的比重为55%。总体来看，9月份一级市场募资规模持续回落，回到18年以来的高点附近。

图1：9月份IPO募资规模环比持续下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

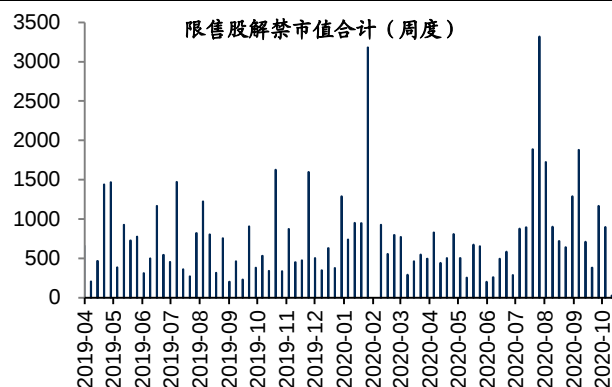
图2：9月份一级市场融资规模环比大幅回落（月度）



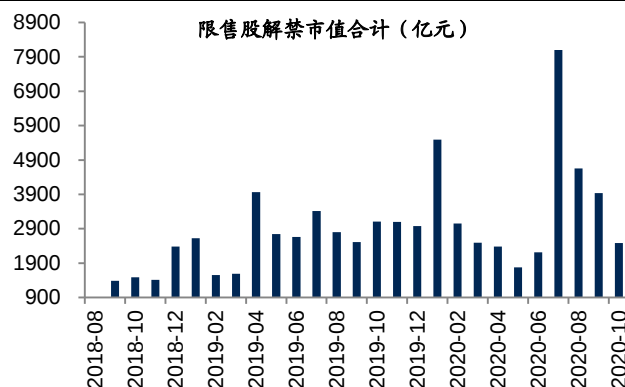
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业资本：9月份重要股东净减持额大幅增加

限售解禁：9月解禁市值继续下降。9月限售股解禁市值3936亿元，环比下降715亿元。截至10月11日，当周限售股解禁市值27亿元，预计下周解禁市值环比持平，从目前预先披露的数据看，10月份市场解禁压力将有所反弹，预计限售股解禁市值为4972亿元，环比上升1036亿元。从变化趋势上看，市场解禁市值自今年5月份达到年内低点后开始反弹，在7月份市场解禁值达到年内高点之后，8、9月持续回落，预计10月市场解禁值将继续回落。

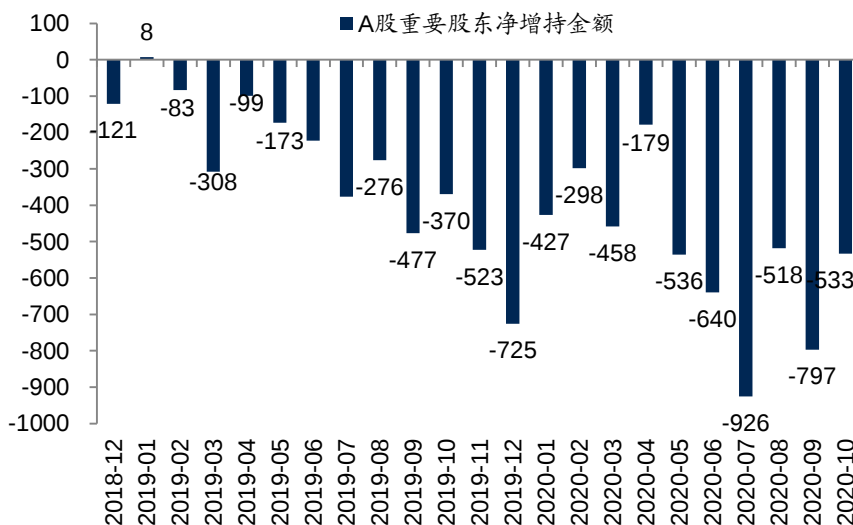
图3: 限售股解禁市值统计 (亿元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 限售股解禁市值统计 (月度)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

重要股东减持: 9月重要股东净减持额环比大幅增加, 预计10月二级市场重要股东减持额将略有下降。9月重要股东二级市场增持77亿元, 减持874亿元, 净减持797亿元, 净减持额环比增加279亿元。截至10月17日, 10月二级市场重要股东净减持额为228亿元, 按当前趋势, 预计10月二级市场重要股东减持额将略有下降。

图5: 重要股东二级市场净增持 (亿元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

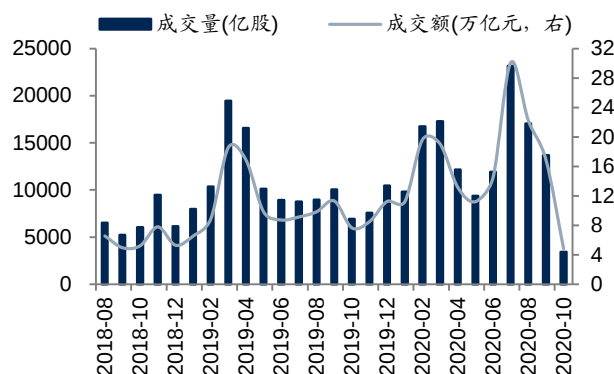
二级市场: 互联互通资金持续流出

全部A股交易: 9月份市场成交热度继续回落。9月份全部A股成交量为13677.5亿股, 环比下降3363亿股, 成交额为16.9万亿元, 环比下降5.3万亿元。10月以来A股市场震荡走强, 受节后情绪提振, 成交热度有所上升。截止10月17日, 当月全部A股成交量和成交额分别为3431.52亿股和4.82万亿元, 日均成交有所回升。

新增投资者: 8月新增投资者数量环比回落。8月份新增投资者179万人, 环比下降26%, 截止8月底, 期末投资者数量为17196万人。从变化趋势来看,

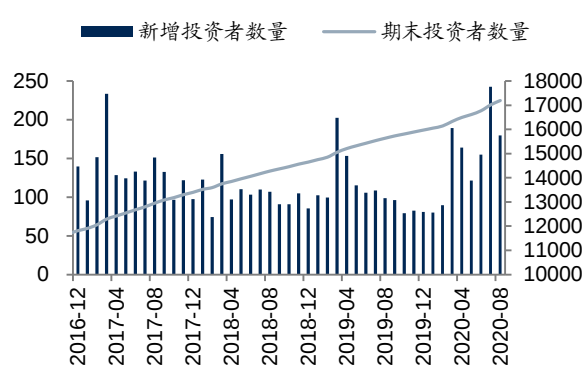
单月新增投资者数量在 2018 年 3 月份陡然上升，达到 2017 年以来的次高点，其后几个月便开始逐渐回落，6 月以来随着行情好转，尤其在 7 月上半月市场赚钱效应显著增加，新增投资者数量达到 16 年年底以来的历史高点，不过 8 月份新增投资者数量有所回落。

图 6：9 月份市场成交额环比下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：8 月新增投资者数量环比回落（万人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新发基金规模：9 月份基金发行环比小幅回暖。9 月新发基金（股票型+混合型）规模为 2022 亿元，环比小幅增加 176 亿元。从变化趋势来看，新发基金规模中枢水平自去年年初开始震荡提升，于 2 月份达到阶段性高点，不过随后 3、4 两个月新发基金规模持续下滑，5、6 月份开始基金发行有所回暖，至 7 月份创 18 年以来的新高，随后 8 月开始回落，9 月份再度小幅反弹。分解来看，9 月份混合型基金发行 1762 亿元，股票型基金发行 261 亿元。

基金股票仓位：9 月以来基金股票仓位震荡上行。截止 10 月 15 日，开放式基金股票类投资比例为 66.8%，本月平均为 66.8%，9 月平均为 67.5%。从趋势上看，去年年初以来，开放式基金股票类投资比例随着沪深 300 指数低位反弹而持续提高，于 4 月初一度回升至 60% 之上，然而 4 月中下旬以来随着大盘的调整，基金股票仓位同样出现了震荡式的调整，随后 7 月份开始，基金股票仓位再度震荡上行。

图 8：9 月份基金发行环比小幅上升（月度）

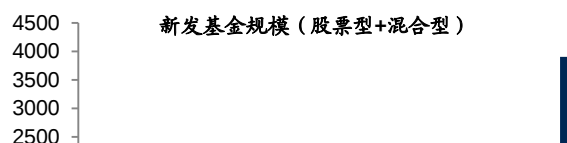
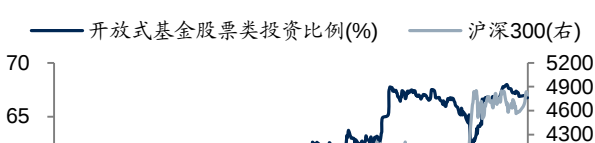


图 9：9 月以来基金股票仓位持续上升（日度）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1937

