

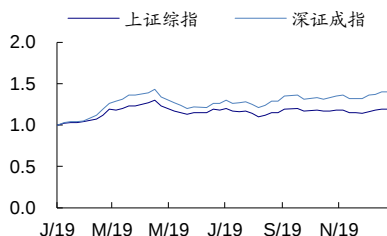
证券研究报告—深度报告

投资策略

全市场流动性分析专题

2020 年 09 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

互联互通资金流出，社融数据再超预期

● 市场综述：互联互通资金流出，社融数据再超预期

总体来看，8 月份全市场流动性依然偏紧。具体来看，股票市场上新发基金规模环比大幅减少，两市成交热度有所降低，与此同时互联互通资金 8 月份继续维持净流出状态。综合来看，我们认为 8 月份股票市场流动性整体偏紧。金融市场上，8 月份货币市场利率普遍震荡上行，债券市场上国债利率同样持续走高，期限利差大幅收窄，表明短期金融市场流动性依然在边际趋紧。实体流动性上，8 月份金融数据持续改善，宽信用格局仍在持续。8 月份以来企业信用利差持续下行，反映实体融资环境有所改善。8 月以来人民币对美元及一篮子货币升值，美元指数走势震荡，G7 利率仍在低位徘徊。8 月份以来美日欧货币增速持续上行。总体来看，我们认为后续国内政策将更加注重精准导向及传导效率的提高，这一过程中宽货币朝宽信用的转向仍在继续。不过当前市场流动性的二阶拐点已经到来，流动性最为宽松的环境或许已经过去。

● 股票市场流动性：成交热度降低，互联互通资金流出

8 月份虽然一级市场上募集资金总额环比回落，重要股东减持额环比下降，解禁压力有所缓解。但二级市场上新发基金规模环比大幅减少，两市成交热度同样有所降低，与此同时互联互通资金 8 月份继续维持净流出状态。综合来看，我们认为 8 月份股票市场流动性整体偏紧。

● 金融市场流动性：利率震荡上行，期限利差持续收窄

整体来看，8 月份金融市场流动性依然处于紧平衡状态。虽然 8 月份央行通过逆回购、以 MLF 为主的广义再贷款工具操作向市场小幅净投放资金。但从利率的角度看，8 月份货币市场利率普遍震荡上行，债券市场上，8 月以来国债利率同样持续走高，期限利差大幅收窄，表明短期来看，金融市场流动性依然在边际趋紧。

● 实体经济流动性：社融再超预期，信用利差持续下行

总体来看，8 月份金融数据持续改善，宽信用格局仍在持续。其中 M1 增速继续上升、M2 增速持续下滑。8 月社融当月新增值 35800 亿元，同比多增 13844 亿元，同比增长 13.3%。从结构上看，政府债券当月值同比改善较为显著，对社融数据的贡献较大。8 月份以来企业信用利差持续下行，反映实体融资环境有所改善。

● 全球流动性跟踪：人民币大幅升值，美日欧央行持续扩表

8 月以来人民币对美元及一篮子货币均有升值。美元指数走势震荡，我们认为主要因为一方面美国疫情阶段性得到缓解，经济复工复产在持续推进，8 月美国 PPI、CPI 等经济数据显示经济处于持续恢复的过程中，但另一方面美国经济整体依然相对较弱，同时美联储重申计划将利率维持在目前或更低水平，直到通胀上升至 2% 的目标，同样释放出了较为宽松的货币政策信号。8 月份以来 G7 利率仍在低位徘徊。货币政策方面，8 月份以来美日欧货币增速持续上行，8 月份日本、欧洲央行持续扩表，而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：互联互通资金流出，社融数据再超预期	5
股票市场流动性：成交热度降低，互联互通资金流出	6
一级市场：8 月份增发募集资金总额环比回落	6
产业资本：8 月份重要股东净减持额环比下降	6
二级市场：互联互通资金持续净流出	7
金融市场流动性：利率震荡上行，期限利差持续收窄	12
基础货币：8 月份央行广义再贷款工具净投放资金	12
货币市场：8 月份以来市场利率震荡上升	14
债券市场：8 月份以来国债利率持续上行	15
实体经济流动性：社融再超预期，信用利差持续下行	18
货币供应量：8 月份 M1 增速上升、M2 增速回落	18
社会融资需求：8 月份社融数据环比上升	18
全球流动性：人民币大幅升值，美日欧央行持续扩表	21
全球汇率：8 月以来人民币对美元及一篮子货币均有升值	21
债券市场：8 月份以来 G7 利率低位徘徊	22
央行资产负债表：8 月份以来美日欧货币增速持续上行	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: 8 月份 IPO 募资规模环比下降 (月度)	6
图 2: 8 月份一级市场融资规模环比小幅回落 (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: 8 月份市场成交额环比下降 (月度)	8
图 7: 7 月新增投资者数量环比继续上升 (万人)	8
图 8: 8 月份基金发行环比大幅下降 (月度)	8
图 9: 8 月以来基金股票仓位持续上升 (日度)	8
图 10: 8 月以来两融余额震荡上升 (亿元)	9
图 11: 8 月以来融资金额震荡上升 (亿元)	9
图 12: 8 月以来互联互通资金持续净流出 (亿元)	9
图 13: 8 月以来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: 8 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: 8 月以来 SHIBOR 利率维持震荡 (%)	14
图 22: 8 月以来质押式回购利率震荡回落 (%)	14
图 23: 8 月以来长短期同业存单利率继续回升 (%)	15
图 24: 8 月份同业拆借平均利率环比上升 (%)	15
图 25: 8 月以来长短期国债利率持续上行 (%)	16
图 26: 8 月以来期限利差震荡走低 (日度)	16
图 27: 8 月份以来各期限理财产品收益率维持震荡 (%)	17
图 28: 8 月份 M1 上升、M2 回落 (%)	18
图 29: 新增社会融资规模环比大幅上升 (亿元)	19
图 30: 社会融资规模增速环比持续改善 (%)	19
图 31: 新增人民币贷款环比上升 (亿元)	19
图 32: 人民币贷款存量同比增速维持震荡 (%)	19
图 33: 去年 11 月份票据贴现利率底部反弹 (%)	20
图 34: 8 月以来企业信用利差震荡下行 (bp)	20
图 35: 8 月份人民币对美元汇率继续回落 (日度)	21
图 36: 8 月份人民币对一篮子货币升值 (周度)	21
图 37: 8 月份以来美元指数维持震荡 (日度)	22
图 38: 8 月份以来 G7 利率低位徘徊 (%)	22
图 39: 美国长短期国债收益率比较 (%)	23

图 40: 美国长短期国债期限利差维持震荡 (%)	23
图 41: 德国长短期国债收益率比较 (%)	23
图 42: 德国长短期国债利差维持震荡 (%)	23
图 43: 日本长短期国债收益率比较 (%)	23
图 44: 日本长短期国债利差维持震荡 (%)	23
图 45: 美国货币供应量 (季调) 同比增速 (%)	24
图 46: 美联储资产负债表总资产规模变化 (百万美元)	24
图 47: 欧元区货币供应量同比增速 (%)	24
图 48: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (百万欧元)	24
图 49: 日本货币供应量 (季调) 同比增速 (%)	25
图 50: 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：互联互通资金流出，社融数据再超预期

总体来看，8月份全市场流动性依然偏紧。具体来看，股票市场，8月份虽然一级市场上募集资金总额环比回落，重要股东减持额环比下降，解禁压力有所缓解。但二级市场上新发基金规模环比大幅减少，两市成交热度同样有所降低，与此同时互联互通资金8月份继续维持净流出状态。综合来看，我们认为8月份股票市场流动性整体偏紧。

金融市场上，虽然8月份央行通过逆回购、以MLF为主的广义再贷款工具操作向市场小幅净投放资金。但从利率的角度看，8月份货币市场利率普遍震荡上行，债券市场上，8月以来国债利率同样持续走高，期限利差大幅收窄，表明短期来看，金融市场流动性依然在边际趋紧。

实体经济方面，8月份金融数据持续改善，宽信用格局仍在持续。其中M1增速继续上升、M2增速持续下滑。8月社融当月新增值35800亿元，同比多增13844亿元，同比增长13.3%。其中政府债券当月值同比改善较为显著，对社融数据的贡献较大。8月份以来企业信用利差持续下行，反映实体融资环境有所改善。

8月以来人民币对美元及一篮子货币均有升值，美元指数走势震荡。8月份以来G7利率仍在低位徘徊。货币政策方面，8月份以来美日欧货币增速持续上行，8月份日本、欧洲央行持续扩表，而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	8月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↓		成交热度降低，互联互通资金流出
		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	↓		利率震荡上行，期限利差持续收窄
		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	↑		
实体经济	债券市场	理财产品预期年收益率（3m/6m）	↓	↓	社融再超预期，信用利差持续下行
		货币供应量	M1同比	↑	
		M2同比	↓		
海外市场	全球汇率	人民币汇率指数（参考BIS货币篮子）	↑	-	人民币大幅升值，美日欧央行持续扩表
		美国M2同比	↑		
	货币供应量	美联储总资产	-	↑	
		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：成交热度降低，互联互通资金流出

8 月份虽然一级市场上募集资金总额环比回落，重要股东减持额环比下降，解禁压力有所缓解。但二级市场上新发基金规模环比大幅减少，两市成交热度同样有所降低，与此同时互联互通资金 8 月份继续维持净流出状态。综合来看，我们认为 8 月份股票市场流动性整体偏紧。

一级市场：8 月份增发募集资金总额环比回落

8 月一级市场股票市场募集资金总额 1697 亿元（包括 IPO、增发和配股），环比下降 8.0%。从结构上看，IPO 规模相比于上月环比下降，当月共募集 631 亿元，环比下降 37.2%，占总募集资金的比重为 37%；增发募集资金总额 1053 亿元，环比上升 62%，占总募集资金的比重为 62%。总体来看，8 月份一级市场募资规模小幅回落，仍处于 18 年以来的相对高点。

图1：8月份IPO募资规模环比下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

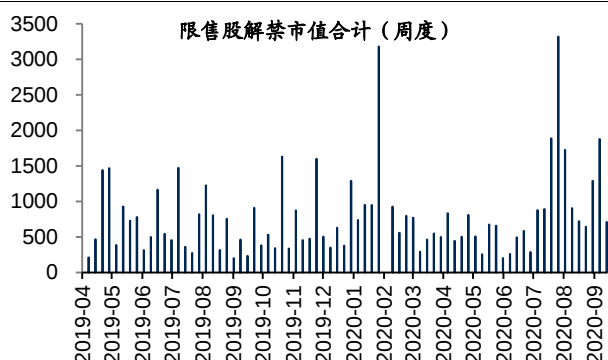
图2：8月份一级市场融资规模环比小幅回落（月度）



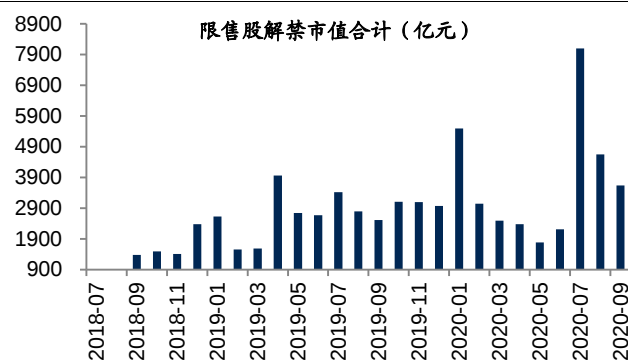
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业资本：8 月份重要股东净减持额环比下降

限售解禁：8 月解禁市值大幅回落。8 月限售股解禁市值 4651 亿元，环比下降 3449 亿元。截至 9 月 13 日，当周限售股解禁市值 710 亿元，预计下周解禁市值环比继续下降，从目前预先披露的数据看，9 月份市场解禁压力将进一步得到缓解，预计限售股解禁市值为 3643 亿元，环比下降 1008 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 月开始回落，预计 9 月市场解禁值进一步下降。

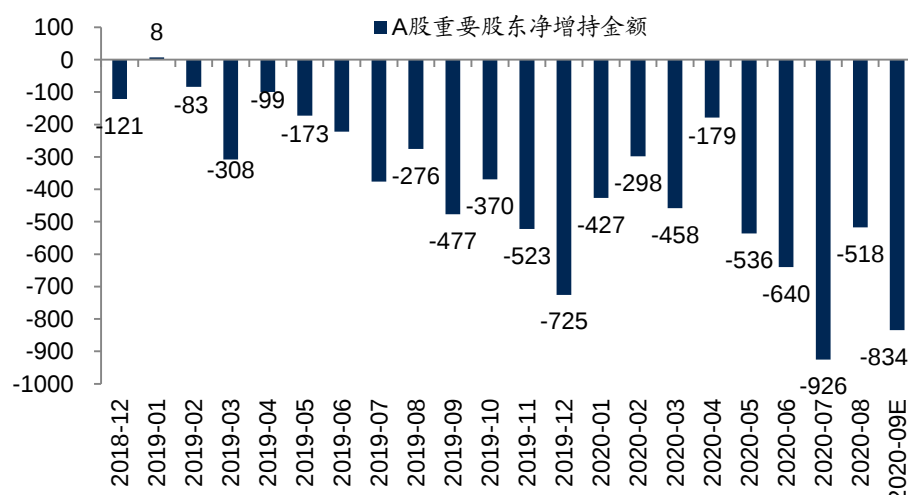
图3: 限售股解禁市值统计 (亿元)


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: 8月重要股东净减持额环比减少, 预计9月二级市场重要股东减持压力将再度提升。8月重要股东二级市场增持36亿元, 减持554亿元, 净减持518亿元, 净减持额环比减少408亿元。截至9月15日, 9月二级市场重要股东净减持额为417亿元, 按当前趋势, 预计9月二级市场重要股东减持压力再度回升。

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

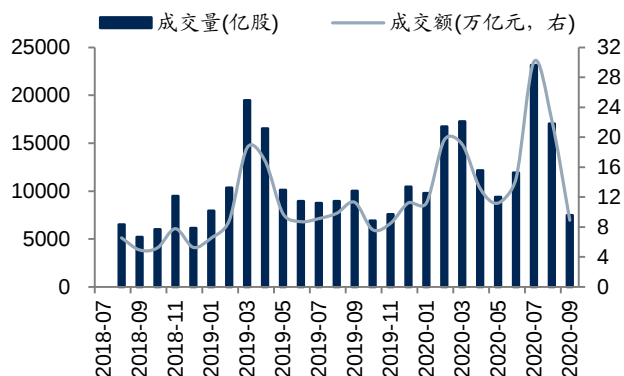
二级市场: 互联互通资金持续净流出

全部A股交易: 8月份市场成交热度冲高回落。8月份全部A股成交量为17040.8亿股, 环比下降6099亿股, 成交额为22.24万亿元, 环比下降7.8万亿元。9月以来A股市场走势维持震荡, 成交热度继续回落。截止9月15日, 当月全部A股成交量和成交额分别为7493亿股和8.9万亿元, 日均成交热度有所回落。

新增投资者: 7月新增投资者数量环比大幅上升。7月份新增投资者242万人, 环比上升57%, 截止7月底, 期末投资者数量为17017万人。从变化趋势来看,

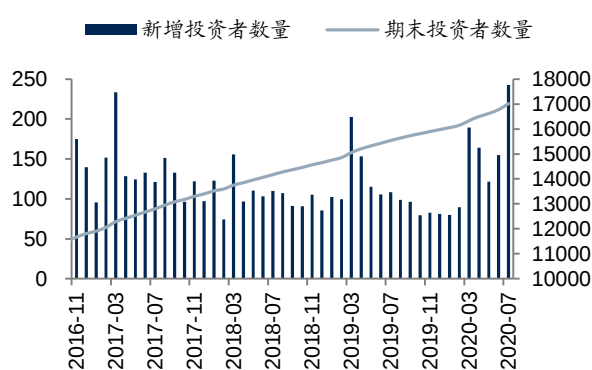
单月新增投资者数量在 2018 年 3 月份陡然上升，达到 2017 年以来的次高点，其后几个月便开始逐渐回落，6 月以来随着行情好转，市场赚钱效应增加，7 月新增投资者数量达到 16 年年底以来的历史高点。

图 6：8 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 7：7 月新增投资者数量环比继续上升（万人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新发基金规模：8 月份基金发行环比大幅下降。8 月新发基金（股票型+混合型）规模为 1767 亿元，环比大幅减少 2120 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，至 5、6 月份开始回升，至 7 月份创 18 年以来的新高，随后 8 月开始回落。分解来看，8 月份混合型基金发行 1450 亿元，股票型基金发行 317 亿元。

基金股票仓位：8 月以来基金股票仓位持续上升。截止 9 月 14 日，开放式基金股票类投资比例为 67.6%，本月平均为 67.8%，8 月平均为 66.8%。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 8：8 月份基金发行环比大幅下降（月度）

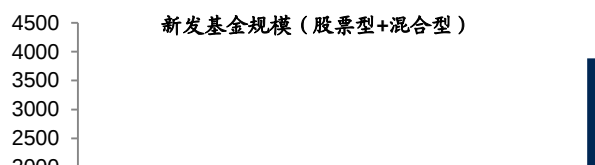
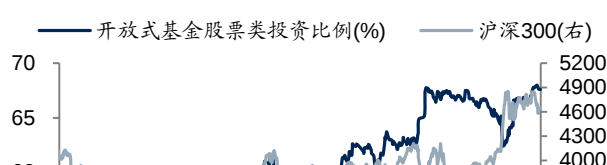


图 9：8 月以来基金股票仓位持续上升（日度）



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_2409

