

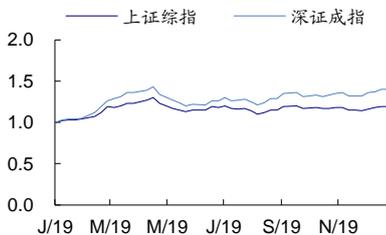
## 证券研究报告—深度报告

## 投资策略

## 全市场流动性分析专题

2020年02月24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号:S0980516080002

**联系人：朱成成**

电话：0755-81982942

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

**联系人：许茹纯**

电话：021-60933151

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

**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。

## 定期策略

## 两融加速回升，社融再超预期

### ● 市场综述：两融加速回升，社融再超预期

总体来看，1月份全市场流动性边际上有所改善。股票市场上，一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持额环比减少，基金股票仓位进一步抬升，两融余额加速回升。金融市场上，1月央行连续4个月通过广义再贷款工具持续向市场净投放资金，逆回购净回笼资金200亿元。不过受春节效应影响，1月货币市场利率有所走高。债券市场上，1月份以来长短期国债利率双双走低，期限利差触底反弹。1月份M1、M2增速双双回落，但社融数据大超预期。1月以来人民币汇率贬值，美元指数震荡走强，G7利率大幅下行，美日货币增速回升，日本央行仍在扩表。我们认为受疫情影响，春节前后市场出现了短暂的回调，但考虑到疫情的影响是阶段性、一次性的，A股在节后第二个交易日开始便出现了强劲的反弹，上证一度走出七连阳，两市成交额持续回升至万亿元关口之上，二级市场股票型基金发行同样火爆。同时在稳增长的政策基调下，货币政策后续仍将易松难紧，所以综合来看，我们认为后续权益市场的流动性或将继续处于偏宽松状态。

### ● 股票市场流动性：两融加速回升，资金北上放缓

1月份权益市场上一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持额环比减少，尽管二级市场上成交额及成交量受交易日减少影响略有下滑，但基金股票仓位进一步抬升，两融余额加速回升。沪股通资金方面，1月份互联互通资金净流入环比下降，且9月份以来已连续5个月持续净流入。综合来看，我们认为1月份二级市场资金压力不大，成交热度较高，股票市场流动性向好。

### ● 金融市场流动性：资金持续投放，国债利率走低

1月央行连续4个月通过广义再贷款工具持续向市场净投放资金。央行在1月份公开市场逆回购操作净回笼资金200亿元。从利率的角度看，受春节效应影响，1月货币市场利率走高。债券市场上，1月份以来1年期、10年期利率双双走低，期限利差触底反弹。整体来看，1月份金融市场上的资金流动性略偏宽松。

### ● 实体经济流动性：货币增速回落，社融再超预期

1月份金融数据有所分化，其中M1与M2增速双双回落，而社融数据大超预期，总体有所改善。从结构上看，政府债券同比改善最为明显，而未贴现票据和企业债券融资当月同比数据有所恶化。1月企业信用利差略有下降。

### ● 全球流动性跟踪：人民币汇率贬值，G7利率下行

1月下旬以来，人民币对美元及一篮子货币汇率贬值。受美国经济前景乐观、英欧洲复苏进程艰难、疫情爆发致避险情绪升温等因素共同影响，1月份美元指数震荡走强。1月下旬以来，G7利率大幅下行，现已接近去年8月的利率低点。从利率的走势来看，1月下旬以来美国长端利率震荡下行，期限利差大幅缩窄。货币政策方面，美日货币增速回升，美欧央行资产规模高位震荡，而日本央行仍在扩表。

### ● 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

<b>市场综述：两融加速回升，社融再超预期</b> .....	<b>5</b>
<b>股票市场流动性：两融加速回升，资金北上放缓</b> .....	<b>6</b>
一级市场：1月份募资总额大幅下降.....	6
产业资本：1月份重要股东净减持额环比减少.....	6
二级市场：1月份资金北上放缓.....	7
<b>金融市场流动性：资金持续投放，国债利率走低</b> .....	<b>12</b>
基础货币：1月份央行广义再贷款工具持续净投放资金.....	12
货币市场：1月份货币市场利率震荡走高.....	14
债券市场：1月份长短端利率双双走低.....	16
<b>实体经济流动性：货币增速回落，社融再超预期</b> .....	<b>18</b>
货币供应量：1月份 M1、M2 增速双双回落.....	18
社会融资需求：1月社融数据再超预期.....	18
<b>全球流动性跟踪：人民币汇率贬值，G7 利率下行</b> .....	<b>21</b>
全球汇率：1月下旬以来人民币汇率贬值.....	21
债券市场：1月下旬以来 G7 利率大幅下行.....	22
央行资产负债表：1月份美联储扩表放缓.....	24
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>26</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>26</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 1 月份 IPO 募资规模环比有所下降 (月度)	6
图 2: 1 月份一级市场融资规模大幅下降 (月度)	6
图 3: 限售股解禁市值统计 (周度)	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 (月度)	7
图 6: 1 月份市场成交额及成交量略有下降 (月度)	8
图 7: 1 月新增投资者数量低位企稳 (万人)	8
图 8: 1 月基金发行规模环比下降 (月度)	8
图 9: 1 月份以来基金股票仓位向上抬升 (日度)	8
图 10: 2 月以来两融余额加速回升 (日度)	9
图 11: 2 月以来融资金额加速回升 (日度)	9
图 12: 1 月份互联互通资金净流入环比下滑 (日度)	9
图 13: 1 月份互联互通资金净流入环比下滑 (月度)	9
图 14: 陆股通资金行业持股占比情况	10
图 15: 12 月份上证综指波动率震荡上升 (日度)	11
图 16: SLF 操作及余额 (月度)	12
图 17: MLF 操作及余额 (月度)	13
图 18: PLF 操作及余额 (月度)	13
图 19: 1 月央行通过逆回购操作回笼部分资金 (周度)	14
图 20: 1 月份央行未调整 7 天期逆回购操作利率 (日度)	14
图 21: 1 月 SHIBOR 利率震荡上行, 2 月快速下降 (日度)	14
图 22: 1 月质押式回购利率震荡上行, 2 月快速下降 (日度)	14
图 23: 1 月底以来长短期同业存单期限利差拉大 (日度)	15
图 24: 1 月份同业拆借平均利率环比下降 (月度)	15
图 25: 1 月份初以来长短端利率双双走低 (日度)	16
图 26: 1 月份以来期限利差触底反弹 (日度)	16
图 27: 1 月初以来各期限理财收益率振幅较大 (周度)	17
图 28: 1 月份 M1、M2 增速双双回落 (月度)	18
图 29: 新增社会融资规模同比增加 (月度)	19
图 30: 社会融资规模增速环比基本持平 (月度)	19
图 31: 新增人民币贷款同比基本持平 (月度)	19
图 32: 人民币贷款存量同比增速环比下滑 (月度)	19
图 33: 去年 11 月份票据贴现利率底部反弹 (日度)	20
图 34: 1 月企业信用利差略有下降 (日度)	20
图 35: 1 月下旬以来人民币对美元汇率贬值 (日度)	21
图 36: 1 月下旬以来人民币对一篮子货币升值 (周度)	21
图 37: 1 月以来美元指数震荡走强 (日度)	22
图 38: 1 月以来 G7 利率大幅下行 (日度)	22
图 39: 美国长短期国债收益率比较 (日度)	23

图 40: 美国长短期国债期限利差大幅缩窄 (日度) .....	23
图 41: 德国长短期国债收益率比较 (日度) .....	23
图 42: 德国长短期国债利差大幅缩窄 (日度) .....	23
图 43: 日本长短期国债收益率比较 (日度) .....	23
图 44: 日本长短期国债利差震荡持平 (日度) .....	23
图 45: 美国货币供应量 (季调) 同比增速 (月度) .....	24
图 46: 美联储资产负债表总资产规模变化 (周度) .....	24
图 47: 欧元区货币供应量同比增速 (月度) .....	24
图 48: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (周度) .....	24
图 49: 日本货币供应量 (季调) 同比增速 (月度) .....	25
图 50: 日本央行资产负债表总资产规模变化 (周度) .....	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 家公司 .....	10

## 市场综述：两融加速回升，社融再超预期

总体来看，1月份全市场流动性边际上有所改善。股票市场上，一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持额环比减少，尽管二级市场上成交额及成交量受交易日减少影响略有下滑，但基金股票仓位进一步抬升，两融余额加速回升。沪港通资金方面，1月份互联互通资金净流入环比下降，且9月份以来已连续5个月持续净流入。综合来看，我们认为1月份二级市场资金压力不大，成交热度较高，股票市场流动性向好。

金融市场上，1月央行连续4个月通过广义再贷款工具持续向市场净投放资金。央行在1月份公开市场逆回购操作净回笼资金200亿元。从利率的角度看，受春节效应影响，1月货币市场利率走高。债券市场上，1月份以来1年期、10年期利率双双走低，期限利差触底反弹。整体来看，1月份金融市场上的资金流动性略偏宽松。

实体经济方面，1月份金融数据有所分化，其中M1与M2增速双双回落，而社融数据大超预期，总体有所改善。从结构上看，政府债券同比改善最为明显，而未贴现票据和企业债券融资当月同比数据有所恶化。1月企业信用利差略有下降，月底AA级产业债信用利差中位数为298bp，环比下降7bp。

汇率市场上，美元指数震荡走强，1月下旬以来，人民币对美元及一篮子货币汇率贬值。1月下旬以来，G7利率大幅下行，现已接近去年8月的利率低点；美国长端利率震荡下行，期限利差大幅缩窄。货币政策方面，美日货币增速回升，美欧央行资产规模高位震荡，而日本央行仍在扩张。

表 1：月度、周度流动性指标汇总

市场	市场细分	指标名称	1月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↓		募资规模下降，资金整体上放缓
		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	↓		
	二级市场	全部A股交易（成交额）	↓		
		新增投资者数量	-		
		新发基金规模	↓		
		沪深港股通净流入	↓		
金融市场	基础货币	广义再贷款工具净投放（SLF+MLF+PLF）	↑		资金持续投放，国债利率走低
		公开市场操作净投放（逆回购）	↓	↓	
	货币市场	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（1m/6m）	↓	-	
实体经济	货币供应量	M1同比	↓		货币增速回落，社融大超预期
		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）	↓	↓	人民币汇率贬值，G7利率下行
		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：两融加速回升，资金北上放缓

1 月份权益市场上一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持额环比减少，尽管二级市场上成交额及成交量受交易日减少影响略有下滑，但基金股票仓位进一步抬升，两融余额加速回升。沪股通资金方面，1 月份互联互通资金净流入环比下降，且 9 月份以来已连续 5 个月持续净流入。综合来看，我们认为 1 月份二级市场资金压力不大，成交热度较高，股票市场流动性向好。

### 一级市场：1 月份募资总额大幅下降

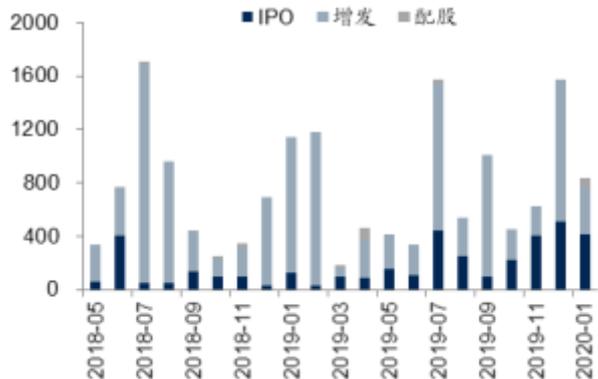
1 月一级市场股票市场募集资金总额 834 亿元（包括 IPO、增发和配股），环比大幅下降 47%。从结构上看，股票市场融资以 IPO 为主，当月共募集 417 亿元，环比下降 18%，占总募集资金的比重为 50%；增发募集资金总额 339 亿元，环比下降 68%，占总募集资金的比重为 41%。总体来看，1 月份一级市场募资相比上个月下滑近一半，但月度募集资金规模仍处 2018 年以来的中等水平。

图1：1月份IPO募资规模环比有所下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：1月份一级市场融资规模大幅下降（月度）

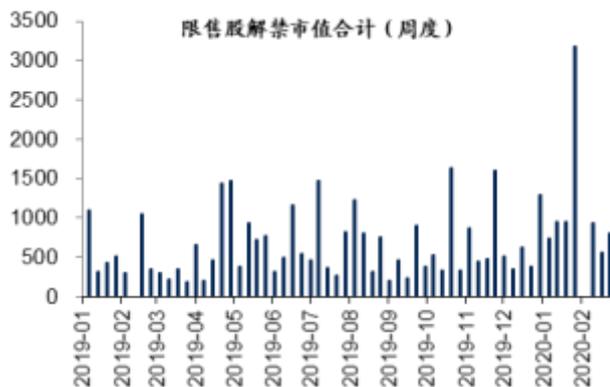


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 产业资本：1 月份重要股东净减持额环比减少

**限售解禁：1 月解禁市值大幅上升，预计 2 月市场解禁压力减弱。**1 月限售股解禁市值 5496 亿元，环比上升 2521 亿元。截至 2 月 21 日，当周限售股解禁市值 796 亿元，预计下周解禁市值 961 亿元，2 月份预计限售股解禁市值为 3239 亿元，环比下降 2256 亿元。从趋势上看，在经历去年 2、3 月份两个月的解禁低潮后，市场解禁市值自 4 月份开始基本均处于去年 3 月份以来中枢水平之上，到今年 1 月份限售股解禁市值创一年以来新高，市场面临的解禁压力较大。

图3: 限售股解禁市值统计(周度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

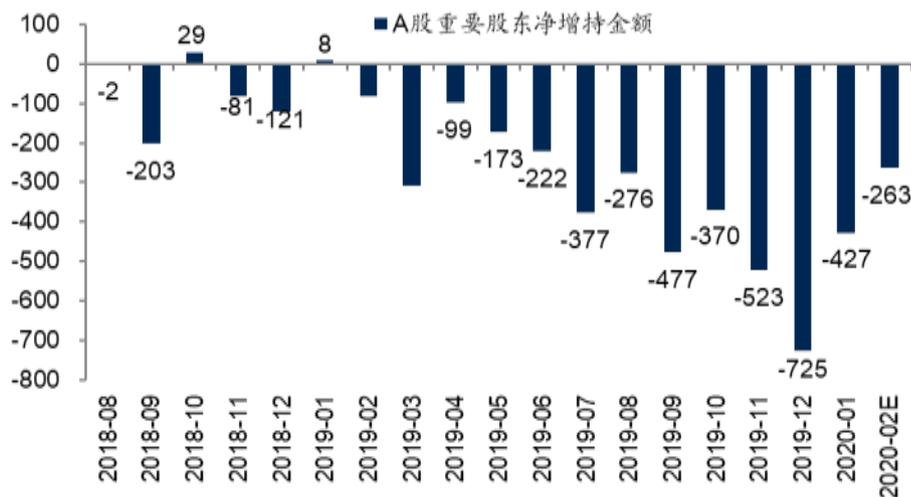
图4: 限售股解禁市值统计(月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**重要股东减持: 1月重要股东净减持额环比减少, 2月预计二级市场减持额将进一步下降。**1月重要股东二级市场增持59亿元, 减持486亿元, 净减持427亿元, 净减持额环比减少299亿元。截至2月21日, 2月二级市场重要股东净减持额为192亿元, 按当前趋势, 预计2月净减持额累计为263亿元, 即重要股东二级市场2月减持额将进一步下降。

图5: 重要股东二级市场净增持(月度)



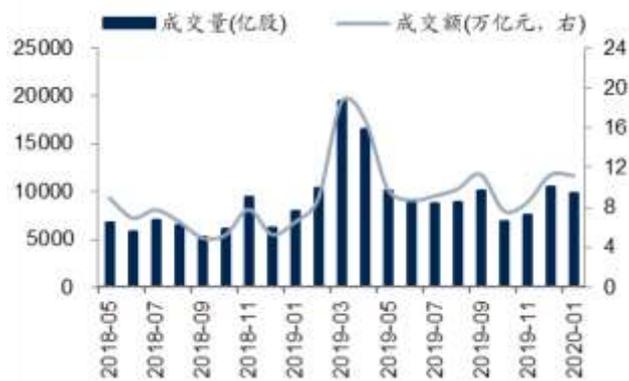
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 二级市场: 1月份资金北上放缓

**全部A股交易: 1月份市场成交额及成交量略有下降。**1月份全部A股成交量为9802亿股, 环比下降658亿股, 成交额为11.2万亿元, 环比微降约0.04万亿元。由于春节假期的影响, 1月份仅有16个交易日, 而日均成交额及成交量均有所提高。去年11月以来, 市场成交额稳步回升, 1月份市场交易额处于2018年以来的中枢以上, 较为活跃。截止2月21日, 当月全部A股成交量和成交额分别为11507亿股和13.50万亿元, 日成交额已连续三个交易日突破万亿, 市场成交状况明显回暖。

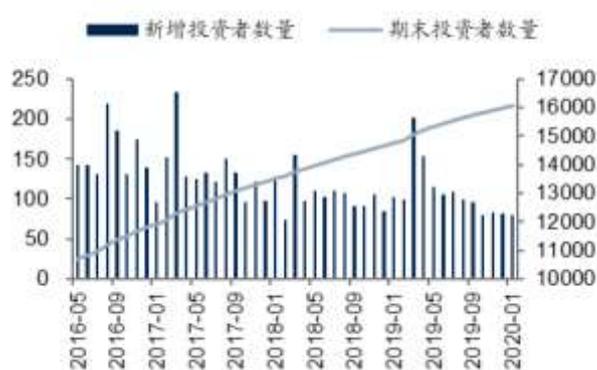
**新增投资者：1月新增投资者数量低位企稳。**1月份新增投资者80万人，环比减少1.1%，截止1月底，期末投资者数量为16055.3万人。从变化趋势来看，单月新增投资者数量在2018年3月份陡然上升，达到2017年以来的次高点，其后几个月便开始逐渐回落，去年10月以来新增投资者数量在低位有所企稳。

图 6：1 月份市场成交额及成交量略有下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：1 月新增投资者数量低位企稳（万人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**新发基金规模：1月基金发行规模环比下降。**1月新发基金（股票型+混合型）规模为643亿元，环比下降153亿元。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8月份达到阶段性高点，不过随后三个月新发基金规模持续下滑，至12月份触底回升。今年1月新发基金规模虽环比下滑，但仍处2018年中以来的较高位置。分解来看，1月份混合型基金发行577亿元，股票型基金发行66亿元。

**基金股票仓位：1月份以来基金股票仓位向上抬升。**截止2月20日，开放式基金股票类投资比例为66.91%，本月平均为67.3%，1月平均为63.0%。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8月份开始，基金股票仓位再度震荡上行。今年1月底至2月初，沪深300指数在疫情冲击下下挫，而开放式基金股票类投资比例却逆市上升，当前仍处于近两年以来的高位。

图 8：1 月基金发行规模环比下降（月度）

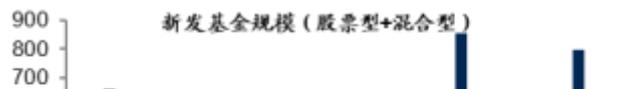
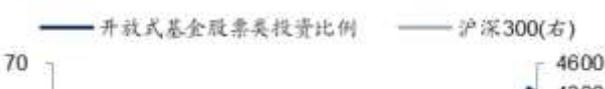


图 9：1 月份以来基金股票仓位向上抬升（日度）



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\\_7012](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7012)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn