

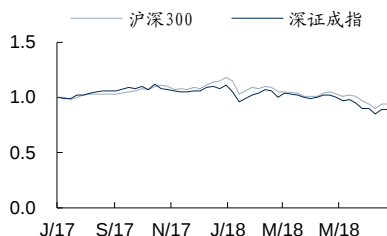
证券研究报告—深度报告

投资策略

全市场流动性分析专题

2019年8月20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(%)	9,429/-0.27
创业板/月涨跌幅(%)	1,940/3.85
AH 股价差指数	2,215
A 股总/流通市值 (万亿元)	55.80/39.72

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：战迪

电话：010-88005309

E-MAIL: zhandi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060001

联系人：朱成成

电话：010-88005319

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。

定期策略

北上资金持续南下，社融数据再度走弱

● 市场综述：北上资金持续南下，社融数据再度走弱

总体来看，7月份全市场流动性中性偏紧。股票市场上，7月份一级市场募资总额大幅飙升，重要股东净减持额处于历史高位，且8月预计市场减持压力无明显放缓。二级市场上7月新发基金规模持续下滑，两融余额延续跌势，更为重要的是7月份互联互通资金再度转为净流出，且8月至今互联互通资金南下态势有所加剧。所以综合来看，我们认为7月份股票市场流动性整体依然趋紧。金融市场上，7月份央行公开市场操作再度净回笼基础货币，货币市场利率普遍回升，而债券市场上长短端利率双双下行，期限利差持续缩窄。整体来看，7月份货币市场上的短期限资金流动性在边际上有所趋紧，而债券市场上的中长期资金流动性显得较为充裕。7月M1、M2增速小幅回落。社融数据总体较差，我们认为当前实体经济需求不振是导致社融数据出现了下滑的主要原因。此外7月初以来票据贴现利率进一步走低，且当前值已创下2017年以来新低，7月底以来企业信用利差同样小幅回落，量价齐跌同样印证了当前实体经济需求端较为疲弱。7月份以来人民币对美元及一篮子货币汇率贬值，而在美联储降息、美债利率倒挂、欧元区经济疲弱等一系列多空因素的共同影响下，美元指数当前维持震荡走势。7月份以来在全球各央行纷纷降息的背景下，G7加权利率的下行态势有所加剧。从各国利率的走势来看，美日德长端利率持续下行，期限利差亦不断缩窄。7月份美欧央行缩表，日本央行扩表。

● 股票市场流动性：减持压力不减，北上资金持续南下

7月份权益市场上一级市场募资总额大幅飙升，重要股东净减持额处于历史高位，且8月预计市场减持压力无明显放缓。二级市场上7月新发基金规模持续下滑，两融余额延续跌势，更为重要的是7月份互联互通资金再度转为净流出，且8月至今互联互通资金南下态势有所加剧。所以综合来看，我们认为7月份股票市场流动性整体依然趋紧。

● 金融市场流动性：短端利率回升，长端利率持续下行

7月份央行公开市场操作再度净回笼基础货币，货币市场利率普遍回升，而债券市场上长短端利率双双下行，期限利差持续缩窄。整体来看，7月份货币市场上的短期限资金流动性在边际上有所趋紧，而债券市场上的中长期资金流动性显得较为充裕。

● 实体经济流动性：实体需求不振，社融数据再度走弱

7月M1、M2增速小幅回落。社融数据总体较差，结合7月份宏观经济数据综合来看，我们认为当前实体经济需求不振是导致社融数据出现了下滑的主要原因。此外7月初以来票据贴现利率进一步走低，且当前值已创下2017年以来新低，7月底以来企业信用利差同样小幅回落，量价齐跌同样印证了当前实体经济需求端较为疲弱。

● 全球流动性跟踪：美债利率倒挂，G7利率加速下行

7月底以来人民币对美元及一篮子货币汇率贬值，而在美联储降息、美债利率倒挂、欧元区经济疲弱等一系列多空因素的共同影响下，美元指数当前维持震荡走势。7月份以来在全球各央行纷纷降息的背景下，G7加权利率加速下行。从各国利率的走势来看，美日德长端利率持续下行，期限利差亦不断缩窄。7月份美欧央行缩表，日本央行扩表。

● 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

市场综述：北上资金持续南下，社融数据再度走弱	5
股票市场流动性：减持压力不减，北上资金持续南下	6
一级市场：7月份募资总额大幅飙升	6
产业资本：8月预计市场减持压力不减	6
二级市场：7月份北上资金持续净流出	7
金融市场流动性：短端利率回升，长端利率持续下行	12
基础货币：7月份央行公开市场净回笼基础货币	12
货币市场：7月份货币市场利率普遍回升	14
债券市场：6月份以来长短端期限利差持续缩窄	16
实体经济流动性：实体需求不振，社融数据再度走弱	18
货币供应量：M1、M2增速小幅回落	18
社会融资需求：社融数据再度走弱	18
全球流动性跟踪：美债利率倒挂，G7利率加速下行	21
全球汇率：7月底以来人民币汇率有所贬值	21
债券市场：7月份以来G7利率加速下行	22
央行资产负债表：7月份美欧央行缩表	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: 7 月份 IPO 募资规模环比大幅上升 (月度)	6
图 2: 7 月份一级市场融资规模大幅飙升 (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: 7 月份全部 A 股成交额有所回升 (月度)	8
图 7: 7 月份新增投资者数量环比小幅上升 (万人)	8
图 8: 7 月新发基金规模持续下滑 (月度)	8
图 9: 8 月初以来基金股票仓位有所回升 (日度)	8
图 10: 8 月份两融余额延续跌势 (日度)	9
图 11: 8 月份融资余额延续跌势 (日度)	9
图 12: 7 月互联互通资金再度净流出 (日度)	9
图 13: 7 月互联互通资金再度净流出 (月度)	9
图 14: 陆股通资金行业持股占比情况	10
图 15: 7 月份 QFII 投资额度小幅提升 (月度)	11
图 16: 7 月份 RQFII 投资额度环比上升 (月度)	11
图 17: 5 月中旬以来上证综指波动率震荡回落 (日度)	11
图 18: SLF 操作及余额 (月度)	12
图 19: MLF 操作及余额 (月度)	13
图 20: PLF 操作及余额 (月度)	13
图 21: 7 月央行通过逆回购操作净回笼资金 (周度)	14
图 22: 7 月份以来逆回购加权平均利率维持低位 (日度)	14
图 23: 7 月初以来 SHIBOR 利率触底回升 (日度)	14
图 24: 7 月初以来质押式回购利率震荡上行 (日度)	14
图 25: 7 月初以来各期限同业存单利率震荡回升 (日度)	15
图 26: 7 月同业拆借平均利率环比上升 (月度)	15
图 27: 6 月份以来国债利率持续下行 (日度)	16
图 28: 6 月初以来长短期限利差持续缩窄 (日度)	16
图 29: 7 月中旬以来各期限理财收益率集体下行 (周度)	17
图 30: 6 月 M1 增速持续回升 (月度)	18
图 31: 新增社会融资规模同比有所减少 (月度)	19
图 32: 社会融资规模增速小幅回落 (月度)	19
图 33: 新增人民币贷款同比有所减少 (月度)	19
图 34: 人民币贷款存量同比增速持续下降 (月度)	19
图 35: 7 月初以来票据贴现利率再创新低 (日度)	20
图 36: 7 月底以来企业信用利差小幅回落 (日度)	20
图 37: 7 月底以来人民币对美元汇率有所贬值 (日度)	21
图 38: 7 月底以来人民币对一篮子货币出现贬值 (周度)	21
图 39: 7 月下旬以来美元指数走势震荡 (日度)	22

图 40: 7 月份以来 G7 利率加速下行 (日度)	22
图 41: 美国长短期国债收益率比较 (日度)	23
图 42: 美国长短期国债利差再度倒挂 (日度)	23
图 43: 德国长短期国债收益率比较 (日度)	23
图 44: 德国长短期国债利差大幅缩窄 (日度)	23
图 45: 日本长短期国债收益率比较 (日度)	23
图 46: 日本长短期国债利差逼近 0 值 (日度)	23
图 47: 美国货币供应量 (季调) 同比增速 (月度)	24
图 48: 美联储资产负债表总资产规模变化 (周度)	24
图 49: 欧元区货币供应量同比增速 (月度)	24
图 50: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (周度)	24
图 51: 日本货币供应量 (季调) 同比增速 (月度)	25
图 52: 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 名公司	10

市场综述：北上资金持续南下，社融数据再度走弱

总体来看，7月份全市场流动性中性偏紧。股票市场上，7月份一级市场募资总额大幅飙升，重要股东净减持额处于历史高位，且8月预计市场减持压力无明显放缓。二级市场上7月新发基金规模持续下滑，两融余额延续跌势，更为重要的是7月份互联互通资金再度转为净流出，且8月至今互联互通资金南下态势有所加剧。所以综合来看，我们认为7月份股票市场流动性整体依然趋紧。金融市场上，7月份央行公开市场操作再度净回笼基础货币，货币市场利率普遍回升，而债券市场上长短端利率双双下行，期限利差持续缩窄。整体来看，7月份货币市场上的短期限资金流动性在边际上有所趋紧，而债券市场上的中长期资金流动性显得较为充裕。7月M1、M2增速小幅回落。社融数据总体较差，我们认为当前实体经济需求不振是导致社融数据出现了下滑的主要原因。此外7月初以来票据贴现利率进一步走低，且当前值已创下2017年以来新低，7月底以来企业信用利差同样小幅回落，量价齐跌同样印证了当前实体经济需求端较为疲弱。7月底以来人民币对美元及一篮子货币汇率贬值，而在美联储降息、美债利率倒挂、欧元区经济疲弱等一系列多空因素的共同影响下，美元指数当前维持震荡走势。7月份以来在全球各央行纷纷降息的背景下，G7加权利率的下行趋势十分显著。从各国利率的走势来看，美日德长短端利率持续下行，期限利差亦不断缩窄。7月份美欧央行缩表，日本央行扩表。

表 1：月度、周度流动性指标汇总

市场	市场细分	指标名称	7月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↑		减持压力不减，北上资金持续南下
		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	↓		
		沪深港股通净流入	↓		
金融市场	基础货币	QFII/RQFII	↑		短端利率回升，长端利率下行
		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）	↓	↑	实体需求不振，社融数据走弱
	货币供应量	M1同比	↓		
		M2同比	↓		
海外市场	社会融资需求	社融累计同比增速	↓		美债利率倒挂，G7利率加速下行
	全球汇率	人民币汇率指数（参考BIS货币篮子）	↓	↑	
		美国M2同比	↑		
		美联储总资产	↓	↑	
		欧元区M2同比	↓		
		欧央行总资产	↓	↓	
		日本M2同比	↑		
	货币供应量	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：减持压力不减，北上资金持续南下

7 月份权益市场上一级市场募资总额大幅飙升，重要股东净减持额处于历史高位，且 8 月预计市场减持压力无明显放缓。二级市场上 7 月新发基金规模持续下滑，两融余额延续跌势，更为重要的是 7 月份互联互通资金再度转为净流出，且 8 月至今互联互通资金南下态势有所加剧。所以综合来看，我们认为 7 月份股票市场流动性整体依然趋紧。

一级市场：7 月份募资总额大幅飙升

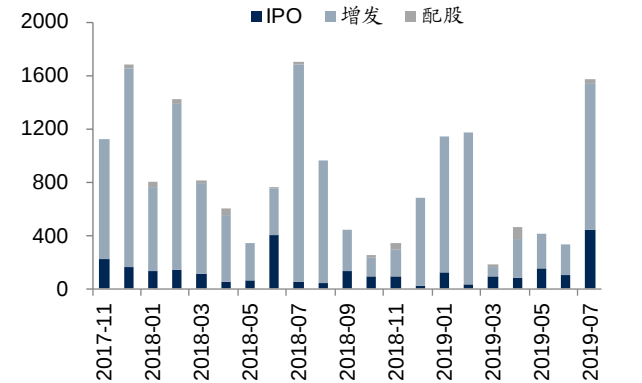
7 月一级市场股票市场募集资金总额 1571 亿元（包括 IPO、增发和配股），环比大幅上升 373%。其中增发募集 1100 亿元，环比大幅上升 384%，占总募集资金的比重升至 70%，而由于科创板开通，IPO 募集资金总额升至 446 亿元，环比大幅上升 325%。总体来看，7 月份一级市场募资总额在连续 2 个月持续回落后大幅飙升，当前月度募资金额规模处于 2017 年下半年以来历史高位。

图1：7 月份 IPO 募资规模环比大幅上升（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：7 月份一级市场融资规模大幅飙升（月度）

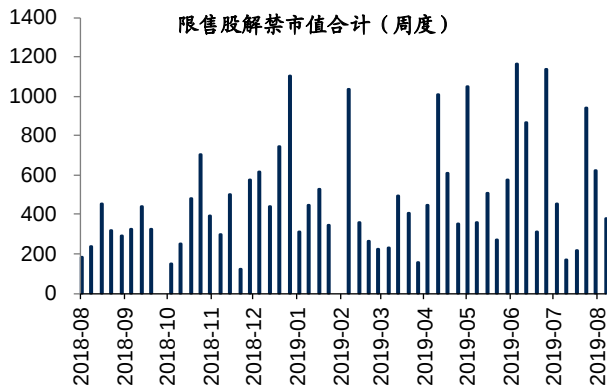


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业资本：8 月预计市场减持压力不减

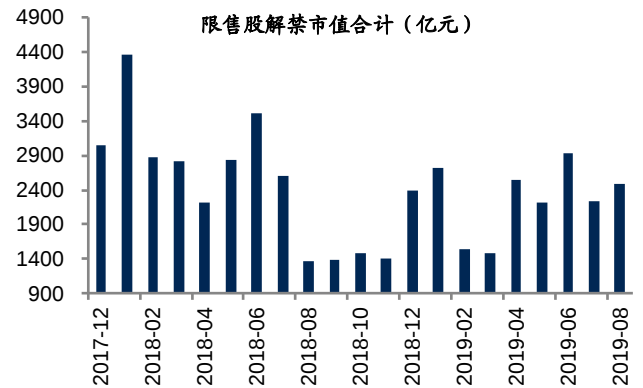
限售解禁：7 月市场解禁市值环比下降，预计 8 月市场解禁压力小幅上升。7 月限售股解禁市值 2235 亿元，环比下降 692 亿元。截至 8 月 18 日，当周限售股解禁市值 378 亿元，预计下周解禁市值 517 亿元，8 月份预计限售股解禁市值为 2485 亿元，环比上升 250 亿元。从趋势上看，在经历年初 2、3 月份两个月的解禁低潮后，市场解禁市值自 4 月份以来重归正常水平，当前 8 月份的解禁市值基本上略高于历史中枢水平。

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

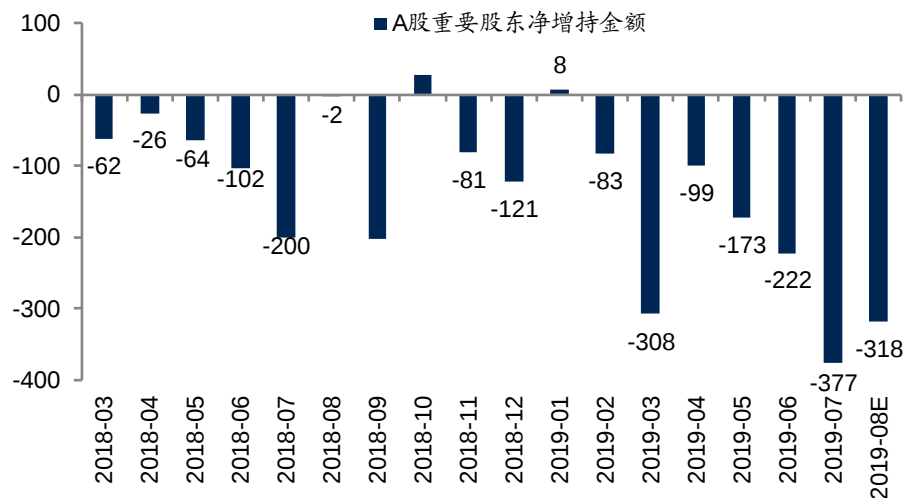
图4: 限售股解禁市值统计 (月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

重要股东减持: 7月重要股东净减持额环比增加, 8月预计二级市场减持依然维持较高位。7月重要股东二级市场增持90亿元, 减持466亿元, 净减持377亿元, 净减持额环比增加154亿元。截至8月18日, 8月二级市场重要股东净减持额为177亿元, 按当前趋势, 预计8月净减持额累计为318亿元, 即重要股东二级市场8月减持额仍维持高位。

图5: 重要股东二级市场净增持 (月度)



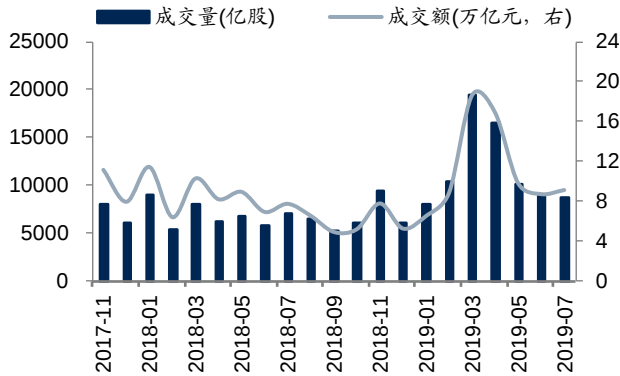
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

二级市场: 7月份北上资金持续净流出

全部A股交易: 7月份成交额小幅回升。7月份全部A股成交量为8742亿股, 环比小幅下降192亿股, 成交额为9.1万亿元, 环比上升0.4万亿元。从变化趋势看, 7月份市场成交量数据下行趋势已大幅放缓, 而成交额数据在连续3个月持续下滑后有所回升。截止8月18日, 当月全部A股成交量和成交额分别为4338亿股和4.8万亿元, 从单日成交数据来看, 4月初以来全部A股日度交易数据趋势性回落, 且当前依然处于历史较低位, 表明当前市场情绪依然不活跃。

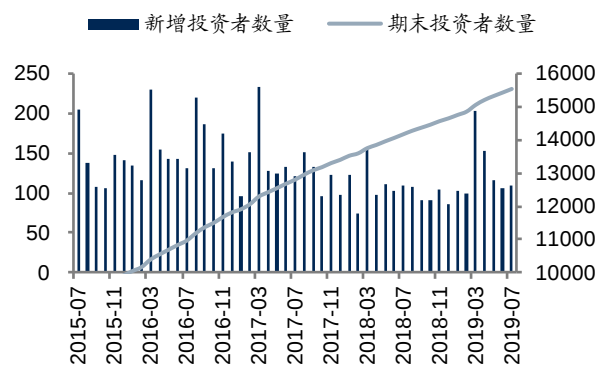
新增投资者：7月新增投资者数量环比小幅上升。7月新增投资者108万人，环比小幅上升2.8%，截止7月底，期末投资者数量为15537万人。从趋势来看，去年中旬以来单月新增投资者数量基本维持稳定，仅在今年3月份陡然上升，其后几个月逐渐回归至正常水平。

图6：7月份全部A股成交额有所回升（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：7月份新增投资者数量环比小幅上升（万人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新发基金规模：7月新发基金规模持续下滑。7月新发基金（股票型+混合型）规模为175亿元，环比下降40亿元。从历史数据来看，7月新发基金规模已连续3个月持续回落，且当前已处于历史较低位。分解来看，7月份混合型基金发行25亿元，而股票型基金发行150亿元。

基金股票仓位：8月初以来基金股票仓位有所回升。截止8月18日，开放式基金股票类投资比例为59.7%，本月平均为58.3%，7月平均为58.4%。从趋势上看，1月上旬以来，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。

融资融券余额：8月份两融余额延续跌势。截至8月18日，融资融券余额为8946亿元，相比上月末小幅下降140亿元，融资余额8823亿元，相比上月末下降152亿元。日度高频数据显示，自2月份以来随着指数的不断走强，两融余额持续回升，杠杆资金量的向上反弹说明市场情绪出现阶段性的改善，不过4月底以来随大盘指数的持续回调，两融余额亦开始同步回落。

图8：7月新发基金规模持续下滑（月度）

1200 新发基金规模（股票型+混合型）

图9：8月初以来基金股票仓位有所回升（日度）

— 开放式基金股票类投资比例 — 沪深300(右)

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_10587

