A股策略

投资策略点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

A股市场继续面临流动性溢价衰减困境

流动性观察20210513期

申港证券 SHENGANG SECURITIES

曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com

2021 年 05 月 14 日

摘要：

- **核心结论：A股市场继续面临流动性溢价衰减困境**

我们首先关注 5 月 12 日央行发布的 4 月金融统计数据：4 月末，广义货币(M2)余额 226.21 万亿元,同比增长 8.1%；狭义货币(M1)余额 60.54 万亿元,同比增长 6.2%；流通中货币(M0)余额 8.58 万亿元,同比增长 5.3%。4 月份，人民币贷款增加 1.47 万亿元，比上年同期少增 2293 亿元；人民币存款减少 7252 亿元，同比多减 2 万亿元。4 月末，社会融资规模存量为 296.16 万亿元，同比增长 11.7%。4 月份，社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期少 1.25 万亿元。

我们用社融增速-名义 gdp 增速来衡量社融流动性溢价，用 m2 增速-名义 gdp 增速来衡量货币 m2 流动性溢价。随着 Q2-Q4GDP 增速逐渐回落，我们预计社融流动性溢价会维持在 3%-3.5%之间，和 2019 年及 2017 年同期较为类似。而 M2 流动性溢价，我们预计会维持在 1%以下，和 2019 年同期水平类似。对比来看，2020 年 Q1 的流动性溢价巨幅释放创历史新高，和 2021Q1 流动性溢价创历史最低，预计 2021Q2-Q4 整体流动性会更加低缓，但同比去年依然处于边际缩窄趋势。

过去 3 个月公开市场平均发行量的缩减是非常严重的，如果对最近 20 次公开市场操作平均发行量对比，均值已经从去年年底的 500 亿大幅下滑至 100 亿区间。这样急促的公开市场操作方面收紧，更加类似于 2010 年下半年的紧缩速率。所以类比 2010 年下半年的货币政策，今年剩余时间权益市场将会面临比较低迷的资金面环境。

- **固收市场**

资金面

截止至最新日期，本周 DR001 运行在 1.47%-2.06%之间，DR007 运行在 1.77%-2.12%之间，DR014 运行在 1.94%-2.11%之间，**相比上周有所下沉，资金面小幅放松。**2020 年 4 月以来，中期借贷便利（MLF）利率稳定在 2.95%水平，连续 2 月和 3 月 MLF 净投放值位于零水平，4 月 MLF 净投放值抬升至 500 亿元，但**中期流动性仍较稳定；**贷款补充贷款（PSL）自 2020 年初以来不断下降。逆回购方面，至 5 月 7 日的一周有 600 亿逆回购到期，但逆回购净投放-400 亿，7 天逆回购利率自 2020 年 3 月以来始终维持在 2.20%水平。

本周 1M 存单收益率上行 40bp 至 2.62%，3M 存单收益率下行 12bp 至 2.40%，1 年期存单收益率下行 4bp 至 2.89%，**长期资金成本总体呈现抬升。**

一级市场

利率债净供给环比上周抬升。本周利率债发行利率债 5,896.91 亿元，利率债到期 2,322.96 亿元，**净供给自上周下沉后大幅抬升，**其中国债总发行 1,704.40 亿元，地方政府债总发行 2,612.51 亿元，政策银行债总发行 1,580.00 亿元。

二级市场

长端利率稳定。本周 1 年国债、国开债收益率分别下行 3bp 至 2.30%、上行 1bp 至 2.51%，3 年国债、国开债收益率分别下行 4bp 至 2.72%、下行 3bp 至 3.08%，5 年国债、国开债收益率分别下行 2bp 至 2.92%、下行 2bp 至 3.26%，7 年国债、国开债收益率分别下行 2bp 至 3.11%、维持在 3.43%水平，10 年国债、国开债收益率分别下行 2bp 至 3.13%、维持在 3.53%水平。

- **权益市场**

一级市场和二级市场资金流总体概况

截至 5 月 12 日，在一级市场融资规模领域，5 月尚未发生融资，4 月各板块融资合计为 298.79 亿元，**2021 年以来市场融资规模总体震荡下行，市场情绪降温趋势并未明显好转。**

根据申万一级行业划分，最新一周（5.6-5.12）行业板块上涨的前五的行业有**采掘、钢铁、有色金属、纺织服装、公用事业，**分别上涨 12.82%、9.80%、6.21%、2.42%、2.27%；行业板块下跌的前五的行业为**电子、休闲服务、电气设备、家用电器、机械设备，**分别下跌 4.82%、4.03%、3.33%、3.02%、2.46%。

最新一周 A 股成交量为 3,519.57 亿股，前一周 A 股成交量为 1,244.57 亿股，**最新一周成交量环比上周增加 1.83 倍，为 2020 年 7 月以来的峰值。**截止到 5 月 12 日，5 月的 A 股成交量为 3,519.57 亿股，4 月的 A 股成交量为 12,811.55 亿股，3 月的 A 股成交量为 15,648.02 亿股。

一级市场流动性情况

（一）资金募集情况及募集家数：最新一周资金规模环比上周降低 47.41%

最新一周募集资金为 260.36 亿元，募集家数为 24 家，**资金规模环比上周降低 47.41%，**前一周募集资金为 495.12 亿元，募集家数为 32 家。5 月募集资金为 260.36 亿元，募集家数为 24 家；4 月募集资金为 1,678.68 亿元，募集家数为 119 家。

（二）IPO 状况：最新一周 IPO 规模环比缩减 27.34%

最新一周 IPO 规模为 101.77 亿元，上周 IPO 规模为 140.07 亿元，**环比上周规模缩减 27.34%。**5 月 IPO 融资为 101.77 亿元，4 月 IPO 融资为 379.63 亿元。5 月 6 日至 16 日发行在主板的新股为 65.69 亿元，发行在中小企业板的新股为 28.78 亿元；4 月 26 日至 5 月 2 日发行在主板的新股为 15.04 亿元，发行在中小企业板的新股为 32.17 亿元。

（三）增发融资状况：最新一周增发融资规模环比降低 88.04%

最新一周增发融资为 41.34 亿元，上周增发融资为 345.73 亿元，**环比降低 88.04%。**5 月增发融资为 41.34 亿元，4 月增发融资为 663.33 亿元。

二级市场流动性情况

（一）陆港通北上资金监测：最新一周北上资金总体对 A 股信心不足，银行行业为最新一周北上资金主要进攻方向

最新一周北上资金净流出 1.17 亿元，上周北上资金净流入 122.00 亿元，**北向资金对 A 股信心不足，北向资金逃离 A 股。**5 月北上资金净流出为 1.27 亿元，4 月北上资金净流入为 526.07 亿元，3 月北上资金净流入为 187.11 亿元，**4 月对 A 股信心大幅提升，达到 2021 年以来的峰值。**截至 5 月 12 日，根据申万一级划分行业，**最新一周资金净流入最显著的行业是银行行业，**北上资金净买入为 22.25 亿元，占行业总市值变化为 0.46%；**资金净流出最显著的行业为非银金融，**流出量达 38.43 亿元，占行业总市值变化为-0.15%。本周，**银行行业**成为本周北上资金主要进攻方向。

个股方面，北上资金净买入规模较高的为五粮液、兴业银行、格力电器等；净卖出规模较高的包括宁德时代、万华化学。

（二）新发基金（股票型+混合型）监测：本周基金发行市场热度降温

最近一周新发基金规模为 248.65 亿份，前一周新发基金规模为 447.76 亿份，**环比上周降低 44.47%，基金发行市场热度降温。**截至 5 月 12 日，5 月新发基金规模为 313.43 亿份，4 月新发基金规模为 863.06 亿份。

（三）融资融券监测：融资融券余额环比上周抬升，两融交易额环比上周下沉

截至最新日期，近一周两融余额为 16,672.59 亿元，占 A 股流通市值为 2.57%；两融交易额为 3194.16 亿元，占 A 股成交额为 9.24%。上周两融余额为 16,542.54 亿元，占 A 股流通市值为 2.54%；两融交易额为 3,744.81 亿元，占 A 股成交额为 9.03%。**融资融券余额环比上周抬升，两融交易额环比上周下沉。**

从行业偏好来看，本周融资资金净买入规模最高的行业主要包括**有色金属、医药生物、钢铁等；**净卖出的主要是**银行、商业贸易、通信等。**

产业资本跟踪

（一）限售股解禁：连续四周限售股解禁市值抬升

最新一周限售股解禁市值合计为 1,864.97 亿元，前一周限售股解禁市值合计为 867.33 亿元，**环比上周大幅增加 1.15 倍，连**

续四周增加。截至 5 月 12 日，5 月限售股解禁市值为 1,864.97 亿元，4 月限售股解禁市值为 2,358.86 亿元，3 月限售股解禁市值为 2,365.08 亿元。

（二）二级市场增减持：最新一周产业资本减持环比减少 35.60%

本周产业资本减持 63.38 亿元，前一周产业资本减持 98.42 亿元，**减持环比减少 35.60%。**5 月产业资本减持 63.96 亿元，4 月产业资本减持 215.69 亿元。根据 wind 行业划分，本周减持前三位的行业为**技术硬件与设备、材料 II、制药、生物科技与生命科学，**增持前三位的行业有**房地产 II、消费者服务 II、商业和专业服务。**

其他重要指标跟踪

（一）ETF 净流入：最新一周环比上周增加 1.69 倍

最新一周 ETF 净流入为 84.91 亿元，上周 ETF 净流入为 31.62 亿元，**环比上周增加 1.69 倍。**从行业看，本周净流入前三位有证券 ETF、芯片 ETF、信息技术 ETF，分别为 15.66 亿元、2.88 亿元、1.66 亿元；净流出前三位有银行 ETF、汽车 ETF、消费 ETF，分别流出 1.20 亿元、0.70 亿元、0.61 亿元。

（二）重大重组事件：最新一周重大重组事件的总价值环比减少 93.05%

最新一周重大重组事件的交易总价值为 223.93 亿元，前一周重大重组事件的交易总价值为 3,223.76 亿元，**环比上周减少 93.05%。**

风险提示：货币政策收紧风险

内容目录

1. 核心结论：A 股市场继续面临流动性溢价衰减困境 6
2. 固收市场 7
2.1 资金面：小幅放松 7
2.2 一级市场：利率债净供给环比上周抬升 10
2.3 二级市场：长端利率稳定 11
3. 权益市场 13
3.1 一级市场和二级市场资金流总体概况 13
3.1.1 一级市场融资规模区间统计：市场情绪降温趋势并未明显好转 13
3.1.2 二级市场行业板块表现及成交走势 14
（一）二级市场行业板块表现：采掘行业领涨，涨幅超 12% 14
（二）二级市场成交走势：最新一周成交量环比上周增加 1.83 倍 14
3.2 一级市场流动性情况 15
3.2.1 资金募集情况及募集家数：最新一周资金规模环比上周降低 47.41% 15
3.2.2 IPO 状况：最新一周 IPO 规模环比缩减 27.34% 15
3.2.3 增发融资状况：最新一周增发融资规模环比降低 88.04% 16
3.3 二级市场流动性情况 16
3.3.1 陆港通北上资金监测：最新一周北上资金总体对 A 股信心不足，银行行业为最新一周北上资金主要进攻方向 16
3.3.2 新发基金（股票型+混合型）监测：本周基金发行市场热度降温 18
3.3.3 融资融券监测：融资融券余额环比上周抬升，两融交易额环比上周下沉 19
3.4 产业资本跟踪 20

3.4.1 限售股解禁：连续四周限售股解禁市值抬升 20
3.4.2 二级市场增减持：最新一周产业资本减持环比减少 35.60% 20
3.5 其他重要指标跟踪 21
3.5.1 ETF 净流入：最新一周环比上周增加 1.69 倍 21
3.5.2 重大重组事件：最新一周重大重组事件的总价值环比减少 93.05% 22

图表目录

图 1： 社融流动性溢价和 M2 流动性溢价 6
图 2： 公开市场操作全面观察 7
图 3： DR001、DR007 与 DR014，% 8
图 4： R001、R007 与 R014，% 8
图 5： 中期借贷便利（MLF）利率，% 8
图 6： 中期借贷便利（MLF）月度操作情况，亿元 8
图 7： 抵押补充贷款（PSL）月度操作情况，亿元 9
图 8： 公开市场逆回购操作，亿元 9
图 9： 逆回购利率情况，% 9
图 10： 同业存单收益率，% 10
图 11： 1M 存单收益率，% 10
图 12： 3M 存单收益率，% 10
图 13： 1Y 存单收益率，% 10
图 14： 发行利率债的净供给月度状况，亿元 11
图 15： 1 年国债、国开债收益率，% 12
图 16： 3 年国债、国开债收益率，% 12
图 17： 5 年国债、国开债收益率，% 12
图 18： 10 年国债、国开债收益率，% 12
图 19： 国债、国开债 10-1 利差，% 13
图 20： 国债、国开债 10-3 利差，% 13
图 21： 国债、国开债 10-5 利差，% 13
图 22： 国债、国开债 10-7 利差，% 13
图 23： 一级市场融资规模区间统计 14
图 24： 二级市场近一周行业板块表现 14
图 25： 二级市场成交走势（周度） 15
图 26： 一级市场资金募集情况（周度） 15
图 27： 一级市场资金募集家数（周度） 15
图 28： IPO 融资规模（周度） 16
图 29： 新股发行日统计（周度） 16
图 30： 增发融资规模（周度） 16
图 31： 北上资金净流入（周度） 17
图 32： 行业北上资金净流入（周度） 17
图 33： 最新一周北上资金净买入额前 20 大股票的净增持强度与涨幅，% 17
图 34： 股票型+混合型基金发行规模（月度） 19
图 35： 融资融券余额情况（周度） 19
图 36： 融资融券交易额情况（周度） 19
图 37： 近一周行业融资余额变动 20

图 38： 限售股解禁市值状况 20
图 39： 产业资本变动 21
图 40： 近一周分行业产业资本变动 21
图 41： ETF 净流入额（周度） 21
图 42： 近一周行业 ETF 净流入额 21

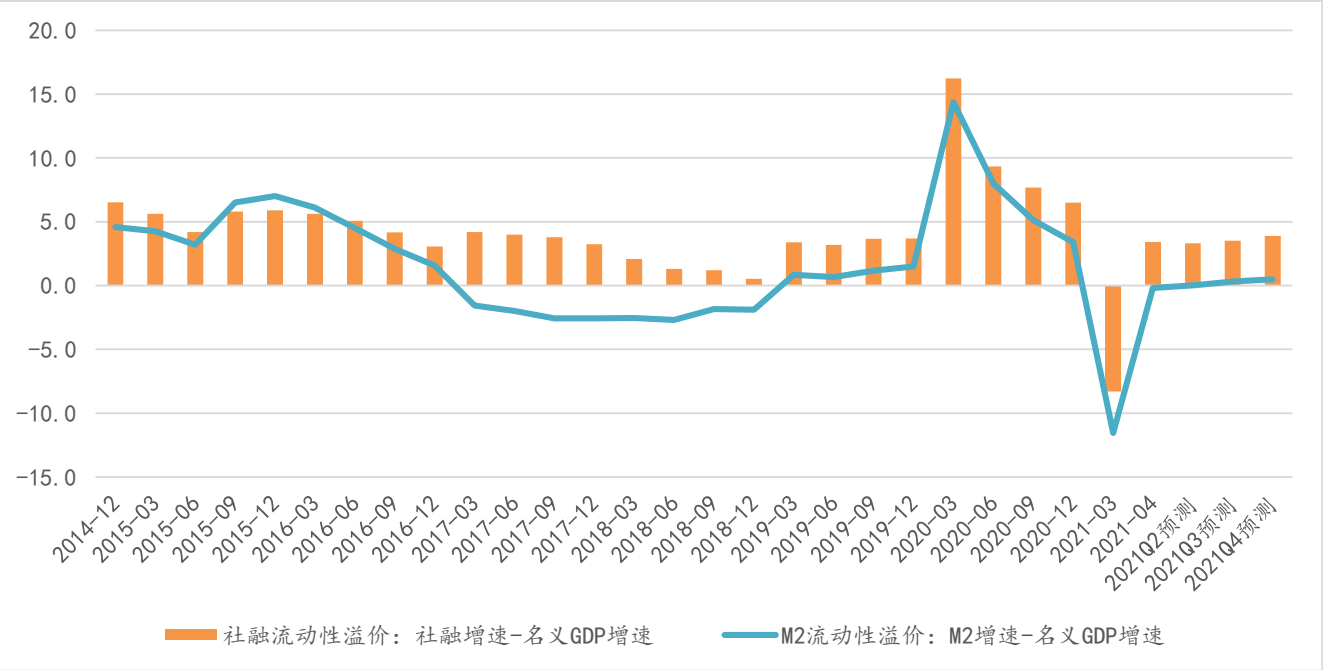
表 1： 近期 DR 利率以及 R 利率变化 7
表 2： 同业存单到期收益率与 SHIBOR 对比变化 9
表 3： 国债、国开债收益率对比变化 11
表 4： 国债、国开债利差对比变化 12
表 5： 近一周新发基金（股票型+混合型）情况 18
表 6： 近一周重大重组事件 22

1. 核心结论：A 股市场继续面临流动性溢价衰减困境

我们首先关注 5 月 12 日央行发布的 4 月金融统计数据：4 月末，广义货币(M2)余额 226.21 万亿元,同比增长 8.1%;狭义货币(M1)余额 60.54 万亿元,同比增长 6.2%;流通中货币(M0)余额 8.58 万亿元,同比增长 5.3%。4 月份，人民币贷款增加 1.47 万亿元，比上年同期少增 2293 亿元；人民币存款减少 7252 亿元，同比多减 2 万亿元。**4 月末，社会融资规模存量为 296.16 万亿元，同比增长 11.7%。**4 月份，社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期少 1.25 万亿元。

我们用社融增速-名义 gdp 增速来衡量社融流动性溢价，用 m2 增速-名义 gdp 增速来衡量货币 m2 流动性溢价。随着 Q2-Q4GDP 增速逐渐回落，我们预计社融流动性溢价会维持在 3%-3.5%之间，和 2019 年及 2017 年同期较为类似。而 M2 流动性溢价，我们预计会维持在 1%以下，和 2019 年同期水平类似。对比来看，2020 年 Q1 的流动性溢价巨幅释放创历史新高，和 2021Q1 流动性溢价创历史最低，**预计 2021Q2-Q4 整体流动性会更加低缓，同比去年依然处于边际缩窄趋势。**

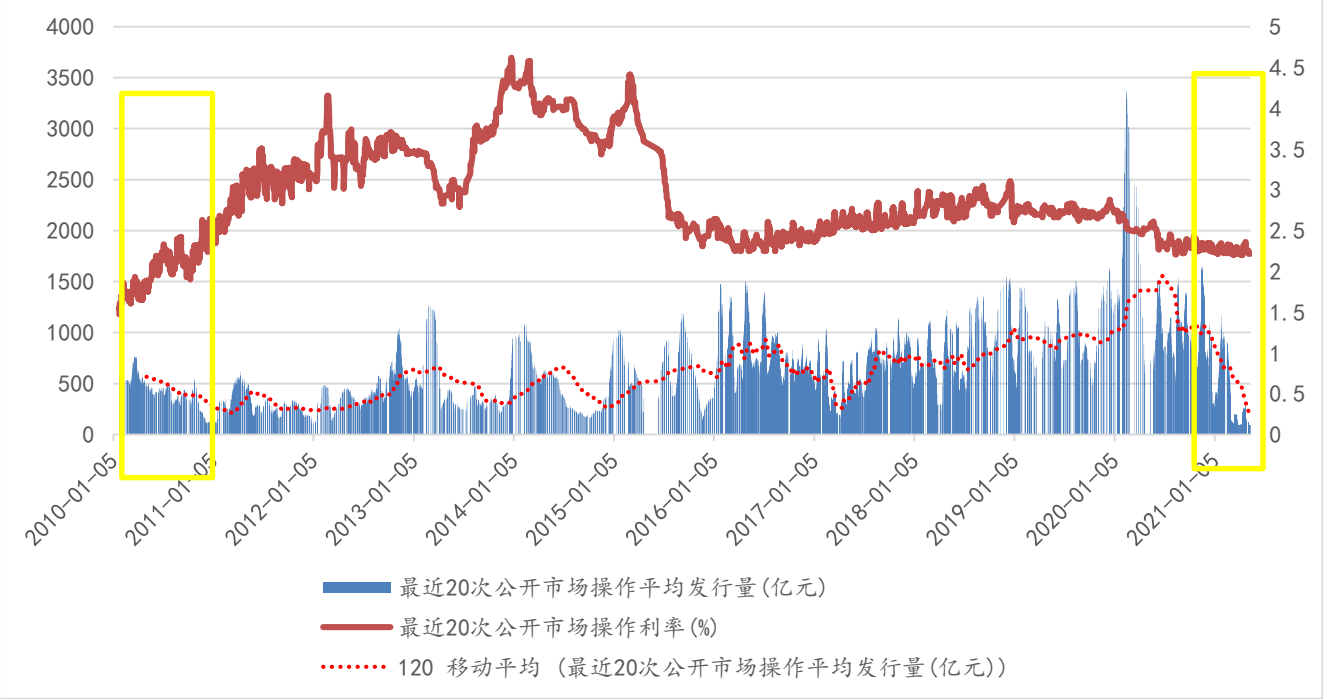
图1：社融流动性溢价和 M2 流动性溢价



资料来源：Wind，申港证券研究所

过去 3 个月公开市场平均发行量的缩减是非常严重的，如果对最近 20 次公开市场操作平均发行量对比，均值已经从去年年底的 500 亿大幅下滑至 100 亿区间。这样急促的公开市场操作方面收紧，更加类似于 2010 年下半年的紧缩速率。**所以类比 2010 年下半年的货币政策，今年剩余时间权益市场将会面临比较低迷的资金面环境。**

图2：公开市场操作全面观察



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 固收市场

2.1 资金面：小幅放松

截至最新日期，本周DR001运行在1.47%-2.06%之间，DR007运行在1.77%-2.12%之间，DR014运行在1.94%-2.11%之间，**相比上周有所下沉，资金面小幅放松。**2020年4月以来，中期借贷便利（MLF）利率稳定在2.95%水平，连续2月和3月MLF净投放值位于零水平，4月MLF净投放值抬升至500亿元，但**中期流动性仍较稳定**；贷款补充贷款（PSL）自2020年初以来不断下降。逆回购方面，至5月7日的一周有600亿逆回购到期，但逆回购净投放-400亿，7天逆回购利率自2020年3月以来始终维持在2.20%水平。

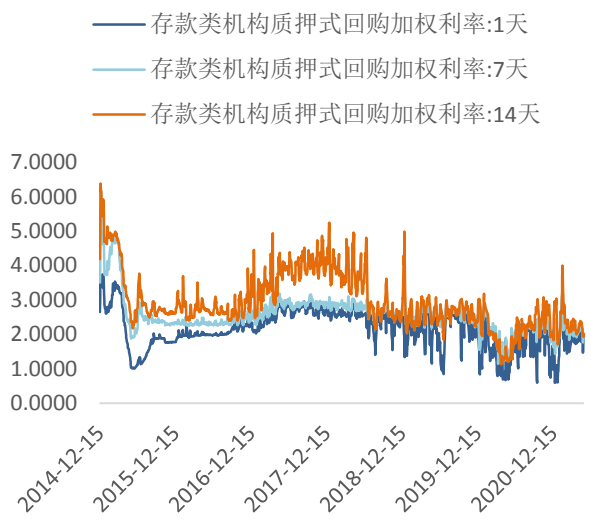
本周1M存单收益率上行40bp至2.62%，3M存单收益率下行12bp至2.40%，1年期存单收益率下行4bp至2.89%，**长期资金成本总体呈现抬升。**

表1：近期DR利率以及R利率变化

单位：bp	DR001	DR007	DR014	R001	R007	R014
年初以来涨跌	108.38	14.11	14.98	101.63	-9.66	-12.92
二季度以来涨跌	-18.25	-15.73	-11.17	-21.88	-23.62	-9.59
月初以来涨跌	-11.47	-12.28	-9.96	-12.33	-14.01	-11.77
周度涨跌	-11.47	-12.28	-9.96	-12.33	-14.01	-11.77

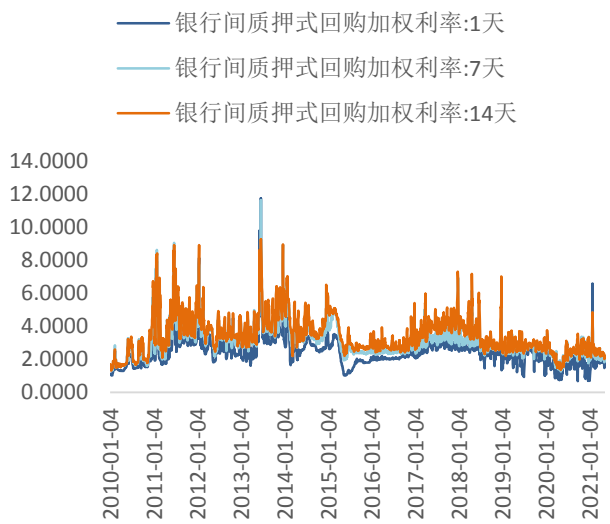
资料来源：wind，申港证券研究所

图3：DR001、DR007 与 DR014，%



资料来源：wind，申港证券研究所

图4：R001、R007 与 R014，%



资料来源：wind，申港证券研究所

图5：中期借贷便利（MLF）利率，%

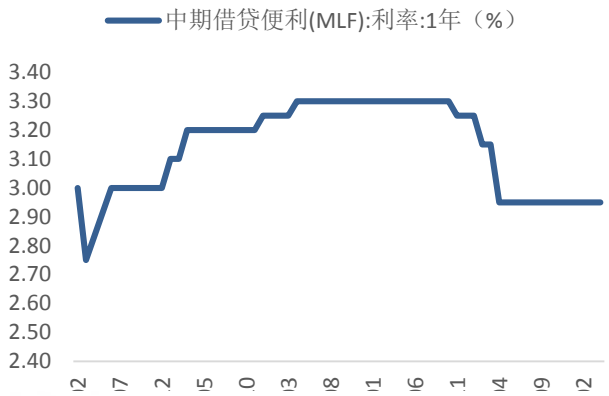
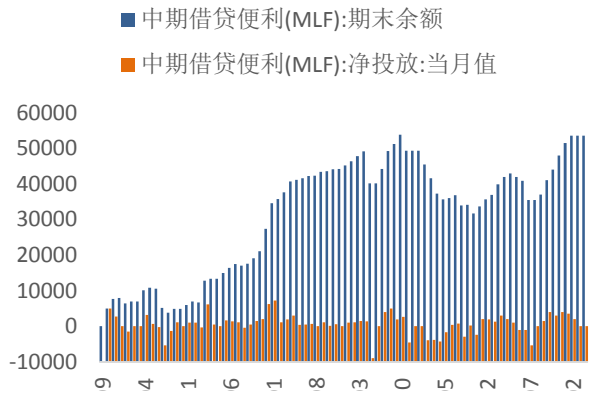


图6：中期借贷便利（MLF）月度操作情况，亿元



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_19557