

深度报告

2021 年 6 月 28 日

相关报告

1. 《从进攻到防御，从成长到价值——A 股 2021 年下半年投资策略展望》
2. 《宏观环境易紧难松，股市资金供需仍强——2021 年 A 股流动性展望》

张夏
86-755-82900253
zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

涂靖清
tujingqing@cmschina.com.cn
S1090520030001

货币政策外收内稳，存量博弈关注外资

2021 年下半年 A 股流动性展望

进入下半年，美联储 Taper 渐行渐近，全球流动性拐点将至。稳字当头的政策基调下，国内货币政策大概率保持稳健，但需要关注通胀超预期上行的可能及政府债发行后置+MLF 到期规模扩大对资金面的扰动。微观上，基金发行回归常态，美联储政策变化可能通过汇率增大北上资金的波动和不确定性，且解禁高峰往往伴随着减持规模的扩大，下半年股市大概率呈现供需平衡、存量博弈加剧的状态。

- **回顾上半年，国内货币政策始终强调“稳”字当头和“不急转弯”。**上半年在央行公开市场操作以观望为主的情况下，货币市场利率经历了年初的大幅波动后，基本回归到政策利率附近中枢相对平稳的状态。年初和 4 月等阶段性的流动性宽松是上半年国债收益率尤其短端国债收益率下行的主要原因。
- **美联储 Taper 渐行渐近，全球流动性拐点将至。**随着美国经济复苏，通胀持续上行，美联储本轮扩表已经行至后半程，美联储 Taper 渐行渐近。6 月议息会议以来，美联储官员中的鹰派声音越来越多，考虑到就业数据，三季度美联储讨论 Taper 的概率高。全球流动性拐点将至，将带动美债收益率及美元指数重回上行，需要警惕可能对 A 股市场造成的短期冲击。
- **国内货币政策稳字当头，关注几个重要因素。**在货币政策基调并未明显变化的情况下，预计下半年货币政策大概率将保持稳健。不过，需要关注以下因素的影响：1) 通胀正在引起国内外央行的关注，市场对未来通胀的持续性存在巨大分歧，一旦出现通胀超预期的情况，则可能对国内政策形成制约；2) 下半年地方政府债券发行提速叠加 MLF 到期量增大，导致市场资金需求明显增加，可能增大短期资金面扰动，央行的对冲是关键；3) 下半年国内仍处于紧信用周期，新增社融延续同比负增长，不过社融增速大概率逐渐趋于平稳。
- **2021 年下半年微观流动性的三个重要变化：**
- **1) 基金发行回归常态，警惕赎回。**过去两年公募基金收益可观，不过市场回撤导致基民风险偏好下降叠加市场赚钱效应减弱，2021 年二季度以来公募基金发行已经明显放缓，未来大概率继续保持一个常态水平。同时也需要关注潮水退去后，基民可能在落袋为安的诉求下赎回基金导致资金流出。
- **2) 北上资金：美联储货币政策变化增大短期波动。**下半年人民币汇率可能受美联储政策收紧及中美经济增速差异的影响而短期走弱，进而导致北上资金放缓甚至阶段流出。不过人民币不存在大幅贬值基础，且人民币资产对外资的吸引力犹在，故不排除外资超预期的可能。
- **3) 重要股东减持：解禁高峰后减持可能扩张。**重要股东减持规模与解禁规模的 8 周滚动数据密切相关，下半年解禁规模走势预示着减持规模可能扩张。
- **股市流动性展望：供给下降需求不减，存量博弈关注外资。**资金供给端，公募基金上半年贡献了上万亿资金，目前发行高点已过；资管新规过渡期进入尾声，银行理财预计规模扩张有限，且权益投资仍较保守；私募基金快速扩张势头不减，且仓位高位震荡；美联储政策收敛可能导致下半年外资走弱。资金需求端，IPO 和定增预计将保持相对平稳的规模；在上半解禁高峰后，下半年重要股东减持可能扩张。综合以上因素测算显示，2021 年下半年 A 股流动性可能呈现供需相对平衡、资金小幅流入的状态。
- **风险提示：通胀超预期上行；政策收紧超预期**

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

目录

一、上半年货币政策与宏观流动性回顾.....	3
二、下半年国内外宏观流动性展望.....	5
1、美联储 Taper 渐行渐近，全球流动性拐点临近	5
2、国内货币政策稳字当头，关注几个重要因素	9
(1) 通胀超预期对货币政策的制约.....	9
(2) 政府债发行后置+MLF 到期量扩大，增加资金面扰动.....	10
(3) 新增社融增速大概率在负值区间逐渐企稳	11
三、下半年微观流动性有哪些重要变化.....	12
1、基金发行高点已过，下半年回归常态.....	12
2、北上资金：美联储货币政策变化增大短期波动	15
3、重要股东减持：解禁高峰后减持可能扩张	16
四、供给下降需求不减，存量博弈关注外资——股市流动性展望	17
1、资金供给端：增量资金放缓	17
2、资金需求端：融资平稳，减持压力渐增	23
五、总结	28

一、上半年货币政策与宏观流动性回顾

回顾上半年，国内货币政策始终强调“稳”字当头和“不急转弯”。从 2020 年底的中央经济工作会议，到 2021 年初的两会，再到 4 月的中央政治局会议，2021 年强调稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，并继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用，构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制。坚持货币政策“稳”字当头，持续激发市场主体活力，使宏观杠杆率回到基本稳定的轨道。

表 1：今年以来政策始终强调“稳”字当头和不急转弯

会议	时间	政策总基调	货币政策
中央经济工作会议	2020-12-18	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金。
货币政策委员会例会 2020Q4	2020-12-29	集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性。把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
两会政府工作报告	2020-3-5	保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。
货币政策委员会例会 2021Q1	2021-3-25	国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻，要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定...继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。
中央政治局会议	2021-4-30	要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革...要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。	稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：公开资料整理，招商证券

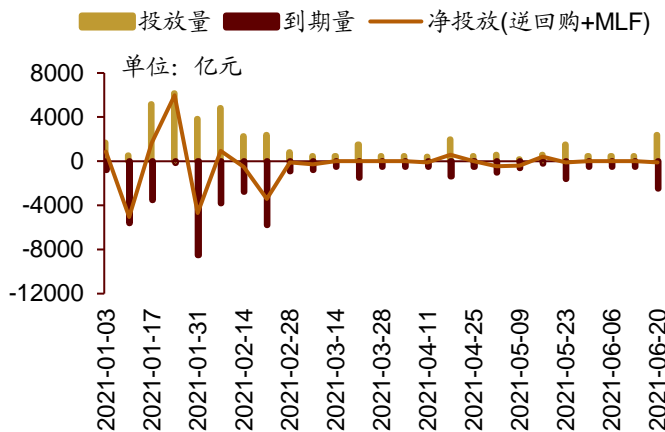
从市场流动性来看，在央行公开市场操作以观望为主的情况下，货币市场利率经历了年初的大幅波动后，基本回归到政策利率中枢附近相对平稳的状态。

2020 年在信用违约事件频发的情况下，央行在四季度连续超额续作 MLF，投放中长期流动性，以维护市场流动性稳定。跨年后的 2021 年初市场流动性延续超预期宽松，DR007 明显低于 7 天逆回购利率。为了对市场的政策宽松预期进行纠偏，稳杠杆、稳地产，央行开始连续回收市场流动性，防止资产泡沫化，由此 1 月后半月货币市场利率大幅上行。

2 月下旬以来，随着公开市场到期规模下降，且央行基本以等量续作为主，市场呈现小幅净回笼/净投放或者零回笼零投放，持续释放“以稳为主”的货币政策信号，货币市场利率整体小幅波动。其中 3 月下旬到 5 月初流动性环境相对宽松，DR007 处于 7 天逆回购利率以下。

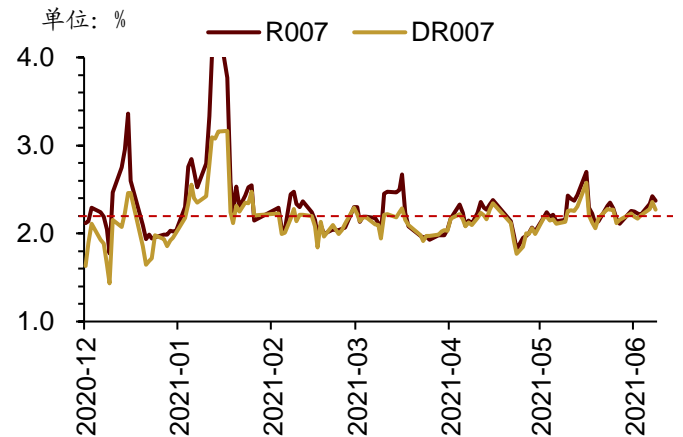
为了加强对市场预期的引导，央行在货币政策执行报告中强调，要“关注政策利率以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，而不应过度关注央行操作数量，避免对货币政策取向产生过分解读”，这对于稳定市场预期也发挥了重要作用。

图 1: 2 月下旬以来, 公开市场操作以观望为主



资料来源: Wind、招商证券

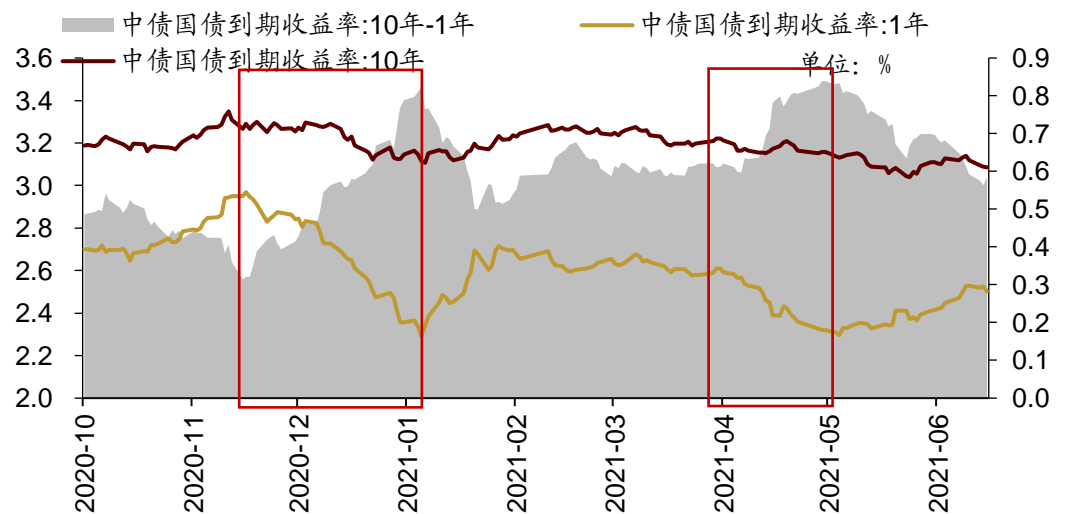
图 2: 货币市场利率年初大幅震荡, 之后小幅波动



资料来源: Wind、招商证券

从国债收益率的表现来看, 国债收益率尤其短端在部分阶段出现明显下行, 长端国债收益率则相对平稳, 下降幅度较小, 显示阶段性的流动性宽松是债券收益率下行的主要原因。其中, 由于信用债集中到期, 流动性宽松以维护市场稳定, 1 年期国债收益率在 4 月降幅达到 19bp; 同期十年期国债收益率基本持平。5 月以后, 随着地方债供给增加, 资金面边际收敛, 再加上资金获利了结等因素, 短端国债收益率开始回升, 长端利率则由于资产荒格局下的配置力量带动小幅下行。

图 3: 受益于部分阶段流动性宽松, 短端国债收益率下行



资料来源: Wind、招商证券

此外, 在汇率调节方面, 调整宏观审慎调节系数和外汇存款准备金率, 以维护人民币的汇率稳定。央行和国家外汇管理局于年初上调境内企业境外放款宏观审慎调节系数, 下调企业的跨境融资宏观审慎调节参数。前者可以提高企业境外放款余额上限, 有助于满足国内企业“走出去”的资金需求和海外机构的人民币需求, 有利于促进境外人民币供需平衡。后者降低企业境外融资余额上限, 有助于减少我国整体外债规模, 减缓跨境资金流入, 维护人民币汇率的稳定。面对人民币持续快速升值, 时隔 14 年, 央行在 5 月末决定上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点, 以缓解市场对人民币升值的预期, 更好地实现人民币汇率双向波动。

表 2: 2021 年上半年央行汇率调整政策

日期	内容
2021/1/5	中国人民银行、国家外汇管理局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5
2021/1/7	中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1
2021/5/31	中国人民银行决定，自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。

资料来源：中国人民银行，招商证券

二、下半年国内外宏观流动性展望

1、美联储 Taper 渐行渐近，全球流动性拐点临近

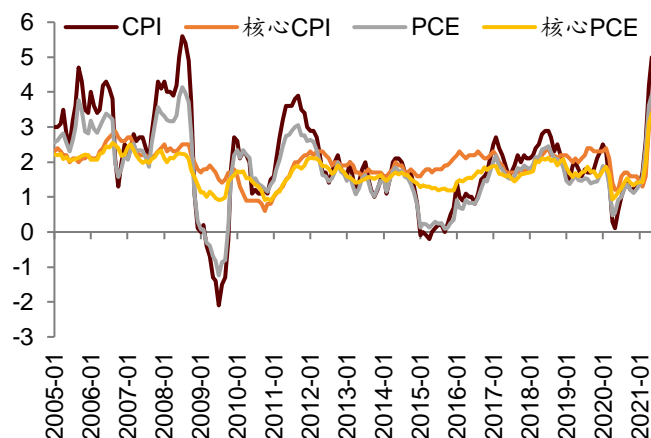
随着美国经济复苏，美联储本轮扩表已经行至后半程，无论美国经济基本面还是超宽松的流动性环境都显示美联储 Taper 渐行渐近。

第一，从基本面来看，美国经济复苏，通胀持续上行。

美国 5 月核心 PCE 指数达到 3.39%，为近 30 年最高水平；5 月 CPI 达到 5%。持续上行的通胀引起美联储关注，6 月议息会议上美联储已经上调全年的通胀预期且鲍威尔表示“供给瓶颈、招聘困难和其他制约因素可能继续限制供给得以调整的速度，提高了通货膨胀可能变成比我们预期的更高和更持久的可能性”，由此来看，通胀成为影响美联储货币政策越发重要的因素。

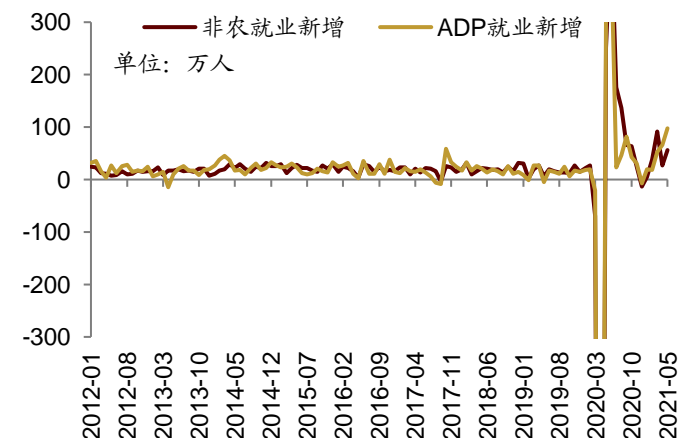
从就业数据来看，失业救济政策下美国居民工作意愿下降，导致 5 月美国的非农就业数据再度不及预期，这也是 6 月美联储尚未正式讨论 Taper 的重要原因。不过目前美国多个州已经宣布将在 6-7 月提前中止每周 300 美元的联邦失业补助项目，这将有利于美国就业市场数据的改善，在三季度我们大概率能够看到美国就业数据的改善。

图 4: 美国通胀持续上行



资料来源：Wind、招商证券

图 5: 5 月非农就业数据仍不及预期



资料来源：Wind、招商证券

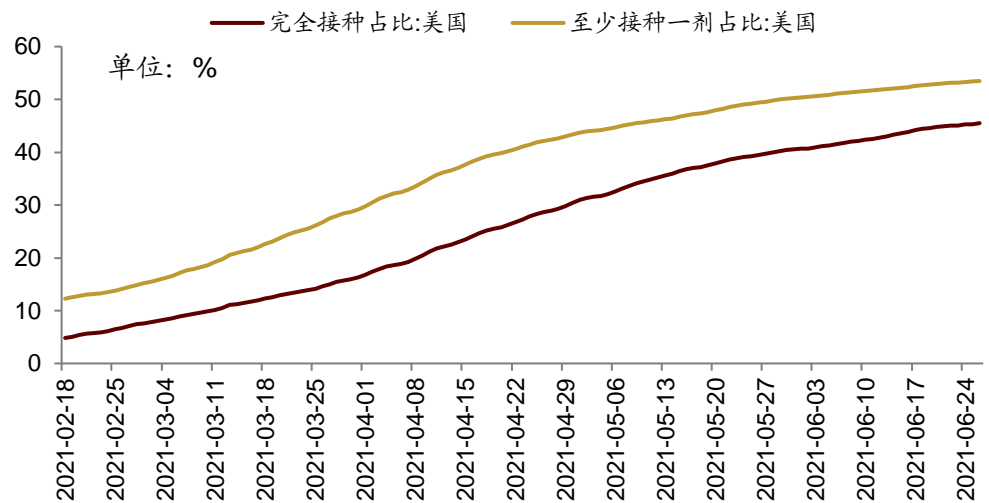
第二，美国疫苗接种有序推进。从美国疫苗接种进度来看，美国新冠疫苗至少一次接种比例达到 53.5%，完全接种比例是 45.5%。6 月以来美国疫苗接种速度有所放缓，按照目前的接种速度推算，8 月前后美国接种比例可能达到目标，将为美联储收紧货币政策进一步创造条件。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图 6: 美国新冠疫苗接种比例

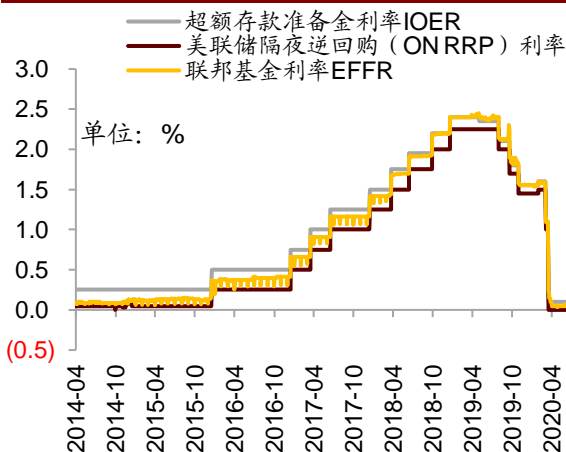


资料来源: Wind, 招商证券

第三，美国流动性超宽松，隔夜逆回购规模激增，增大美联储 taper 的可能性。

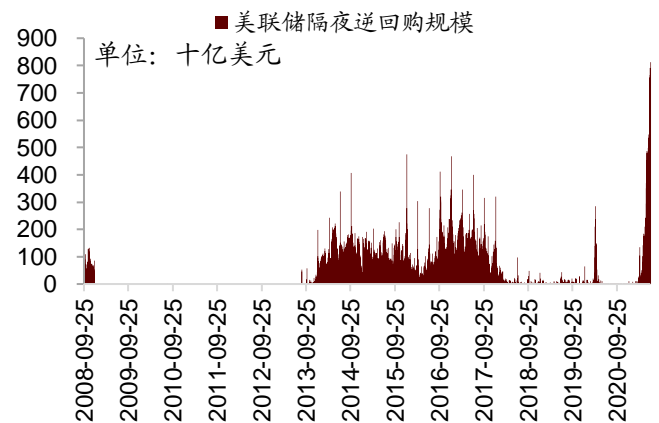
最近几周美联储隔夜逆回购规模激增，5 月 25 日以来单日规模均已超过 4000 亿美元，其中 6 月 17 日和 6 月 18 日已经超过 7000 亿美元，为历史单日最大规模。反映出当前美国货币市场流动性过剩，联邦基金利率保持在 0.06% 的历史低位。为了应对这种情况，6 月议息会议上美联储将利率走廊上下限的超额准备金利率和隔夜逆回购利率均上调 5bp，以防止货币市场利率进一步下行。

图 7: 6 月美联储上调利率走廊



资料来源: Wind, 招商证券

图 8: 美联储隔夜逆回购规模激增



资料来源: Wind, 招商证券

究其原因，美联储 QE 释放了大量的流动性，且目前仍保持每月购买 1200 亿美元（800 亿国债+400 亿 MBS）债券。此外，美国财政部存款账户规模骤降也是导致目前美国流动性泛滥的重要原因。一方面，美国经济刺激计划下，财政支出增加，向市场投放流动性。另一方面，美国政府债务限额暂停临近到期（7 月 31 日），财政部存款账户规模受限压降，导致存款机构准备金规模增加。截止 6 月 16 日，美国财政部一般账户余额近 7651 亿元，相比年初下降近 53%，导致存款机构准备金大幅增加，而美国财政债务限额暂停到期后也即 8 月开始，当前超宽松的流动性环境预计将有所收敛。

图 9：美国政府限额暂停期间财政存款先回升，临近到期时回落



资料来源：Wind，招商证券

注：图中红色底的区域为美国政府债务限额暂停的区间

第四，6月美联储议息会议明显偏鹰，且近期美联储多位官员发表鹰派言论。

美联储6月议息会议的点阵图显示，认为2023年需加息的委员明显增多，预期的加息时点相比此前前移，超市场预期。并且在此后一周的时间里，多位美联储官员发表鹰派言论，这也进一步显示出，美联储下半年收紧货币政策已箭在弦上。

表 3：6月议息会议以来美联储官员的言论

时间	美联储官员	主要观点
2021-6-18	布拉德	政策总体上“到目前为止还不错”，但美联储必须保持“灵活”； 有必要在2022年底前加息 ；通胀比预期更加严重。
2021-6-19	卡什卡里	通胀数据高于预期，但应该是暂时的。劳动力市场仍深陷困境，需要一段时间才能让人们重新回到工作岗位。
2021-6-21	卡普兰	建议尽早踩下“刹车”， 过于宽松的政策和过高的流动性会鼓励人们走出风险曲线 ；美国经济重启的速度比预期要强；预测总体通胀率为2.4%，有上行风险。
2021-6-21	布拉德	美国经济并没有陷入衰退，而是坚定地处于扩张模式；美联储在缩债计划完成之前不会加息，但如果有必要，它可以加息。
2021-6-22	威廉姆斯	经济还没有提高到足以缩窄刺激政策的地步；重要观察就业情况和劳动力市场
2021-6-23	梅斯特	希望在就业增长、参与率方面看到更多的进展。当度过夏天并进入9月时，情况会更明朗一些。
2021-6-24	博斯蒂克	预计今年的失业率将降至4.5%；美联储将在秋季得到劳动力市场的明确信息，需要保持灵活性并准备采取行动。将2021年的通胀预期上调至3.4%； 通胀上升的持续时间高于预期；预计美联储在2022年加息，2023年加息两次。
2021-6-24	卡普兰	美国经济可能比人们预期的更早达到美联储缩减资产购买规模的门槛；预计美联储将在2022年首次加息。
2021-6-24	威廉姆斯	一旦经济复苏更加完整，经济处于非常好的状态，那么我们就可以改变利率，让它回到更正常的水平，但现在还不到时候，因为经济还远远没有达到最大就业率。
2021-6-24	哈克	经济形势良好，但就业人数仍在下降，公平的劳动力市场是实现持久复苏的必要条件。
2021-6-25	布拉德	在美国和全球范围内的经济重启可能意味着美国经济将迎来更多利好，价格将加速上涨；在预测的范围内，通胀率将显著超过2%；新的风险是，随着重新开放的进程继续，通胀可能超乎意料进一步上行，超出简单弥补过去不足所必需的水平。
2021-6-25	卡普兰	更早调整资产购买，将在2022年和2023年在利率决策上赋予更大的灵活性 ；对今年3.4%的通胀率和明年2.4%的通胀率的预测存在“上行风险”。

资料来源：公开资料整理，招商证券

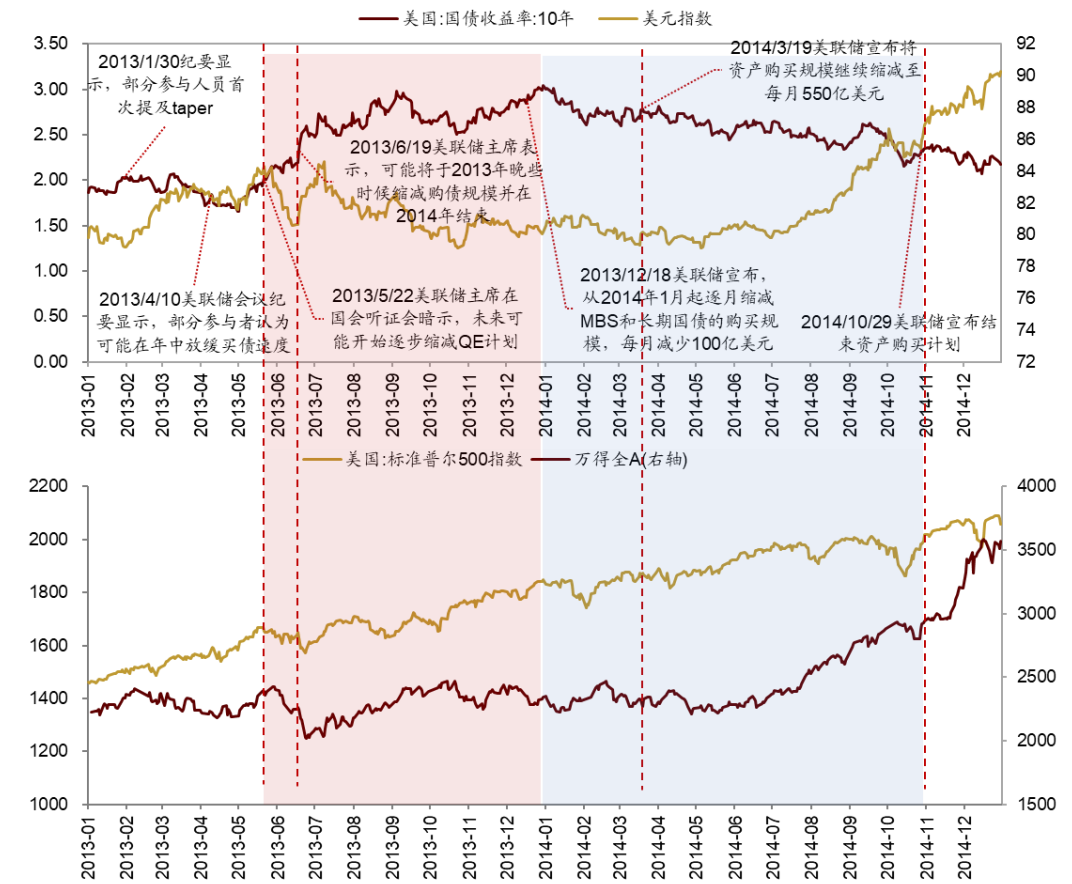
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

由此来看，未来随着美国就业数据改善和通胀的持续上行，美联储正式讨论 Taper 收紧货币政策的概率较大，两个关键的时间点分别是 7 月的议息会议（7 月 27 日-28 日）和 8 月的 Jackson Hole 央行年会。

图 10：美联储第三轮扩表后“讨论 Taper→公布 Taper 计划→实施 Taper”过程



资料来源：Wind，招商证券

美联储货币政策收敛将对全球资本市场产生重要的影响，将如何影响 A 股呢？

首先，美联储 Taper 将加速美债收益率的上行，美债收益率的大幅上行将吸引全球资金回流美国，那么非美市场将面临一定的资金流出压力。参考历史经验，从美联储正式讨论 taper 到公布 taper 计划的阶段，预计美债收益率将重回上行。目前美债实际收益率尚处于-0.8%左右，在美联储释放 taper 信号后大概率将回升，且上行一般较快。

对应到股票市场来看，当美联储正式讨论 Taper 的时候，美债收益率快速上升阶段股票市场容易受到短暂的冲击而出现调整。短暂冲击过后将重回基本面，Taper 并未构成股市中期的决定性因素。

另外，在沪深港通开通后，外资“热钱”显性化，北上资金成为 A 股重要增量资金之一，导致美元指数及人民币汇率波动对 A 股的影响更加明显，而美联储政策转向将成为美元指数中短期的重要拐点。具体而言，进入三季度以后，随着疫情对美国经济的约束减弱，美国为应对疫情而采取的超宽松货币和财政政策都将逐渐收敛，将带动美元指数上行。并且由于美债收益率存在上行动力，资金回流美国，也将带动美元指数上行。美元指数上行增大短期人民币贬值压力，可能导致外资放缓甚至流出，从而对 A 股造成负面影响。

图 11: 美国宽货币和宽财政政策未来将逐渐收敛



资料来源: Wind, 招商证券

因此, 总体来说, 在美联储 Taper 渐行渐近的背景下, 全球流动性拐点将至, 将带动美债收益率及美元指数重回上行, 需要警惕可能对 A 股市场造成的短期冲击。

2、国内货币政策稳字当头, 关注几个重要因素

今年以来, 国内货币政策始终落实“稳字当头”的政策基调。展望下半年, 在货币政策基调整体并未明显变化的情况下, 预计货币政策大概率将保持偏稳健的状态。不过, 需要警惕通胀超预期上行可能对国内货币政策的影响, 以及美联储大概率开始进行政策收紧。在此情况下, 国内货币政策易紧难松。

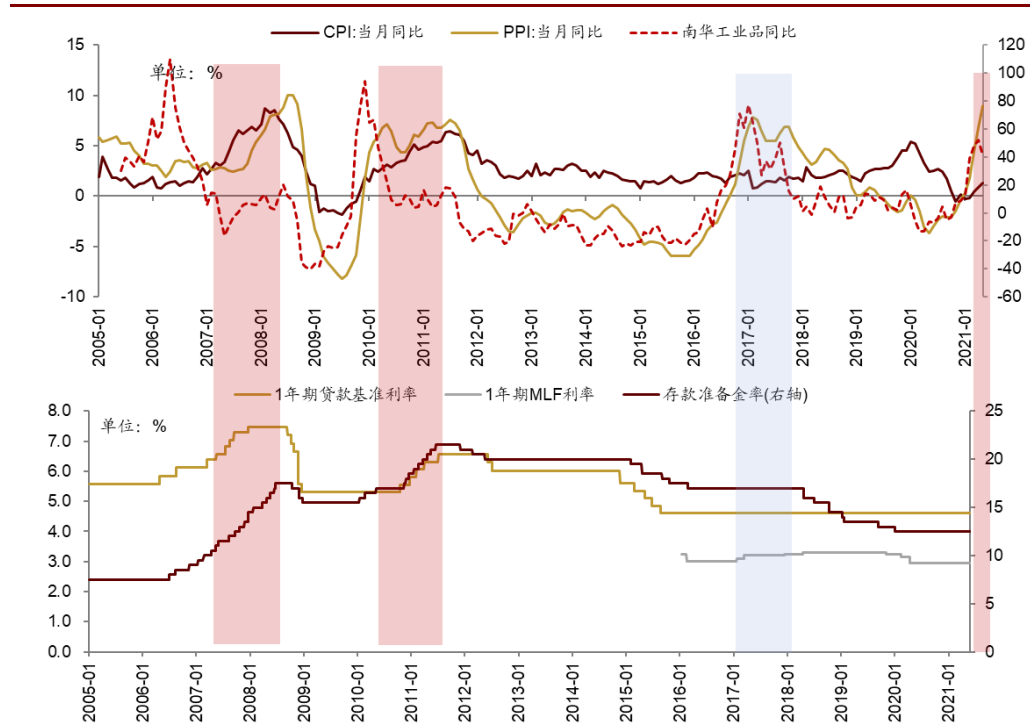
(1) 通胀超预期对货币政策的制约

今年以来, 在全球供需错位的情况下, 原材料大幅涨价, 带动 PPI 上行, 不排除未来继续超预期的可能。市场普遍认为, 大宗商品价格由于基数效应将于二季度增速见顶后, PPI 会随之见顶, 但是从 2006~2008, 2010~2011, 2016~2017 年的经验来看, 大宗商品价格同比增速见顶后, PPI 的高点却滞后半年甚至一年半, 因为工业品提价滞后于原材料价格, 这就意味着原材料价格对于 PPI 的影响可能会超出市场预期。并且下半年供需缺口仍继续存在, 可能推动全球通胀上行。

另外, 在第十三届陆家嘴论坛上, 易纲行长表示, “近期全球原油等大宗商品价格上涨较快, 全球通胀水平短期上升已成事实, 但对通胀是否能长期持续下去, 存在着巨大分歧……外部的疫情形势、经济回升、宏观形势和宏观政策等都有不确定性, 对来自各方面的通胀和通缩的压力均不可掉以轻心”。

由此来看, 通胀正在引起国内外央行的关注, 市场对未来通胀的持续性存在巨大分歧, 一旦出现通胀超预期的情况, 则可能对国内货币政策形成制约。

图 12: 通胀可能会超出市场预期



资料来源: Wind, 招商证券

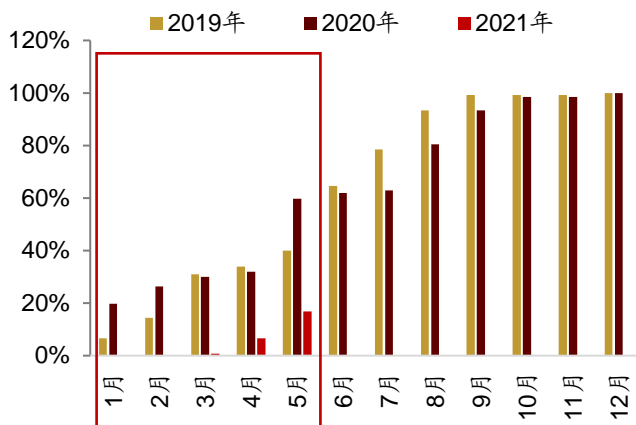
(2) 政府债发行后置+MLF 到期量扩大, 增加资金面扰动

一方面, 今年以来地方政府债券发行节奏明显后移, 下半年地方政府债券发行将加速。2021 年地方政府新增债务额度为 4.27 万亿, 包括 8000 亿元的一般债务和 3.47 万亿的专项债务额度。今年前 5 个月新增地方政府专项债 5840 亿元, 仅占全年额度的 16.84%, 明显低于过去两年同期水平, 未来几个月地方政府债券发行可能明显提速, 将带来资金需求的增加。

另一方面, 下半年 MLF 到期规模明显扩大, 增大资金需求。具体来看, 下半年 MLF 到期规模合计 4.15 万亿元, 上半年为 1.3 万亿, 下半年的到期规模明显扩大。以目前的货币政策取向来看, 央行进行续作的概率大。

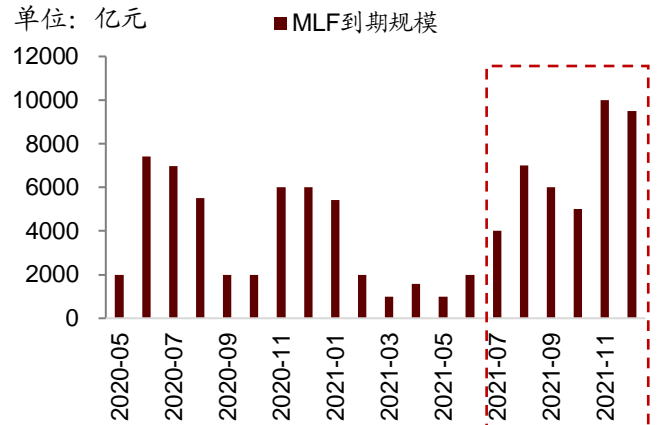
概括来说, 下半年地方政府债券发行提速叠加 MLF 到期量增大, 导致市场资金需求明显增加, 可能增大短期资金面扰动, 央行的对冲是关键。

图 13: 今年地方政府债券发行明显后移



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 下半年 MLF 到期规模明显扩大



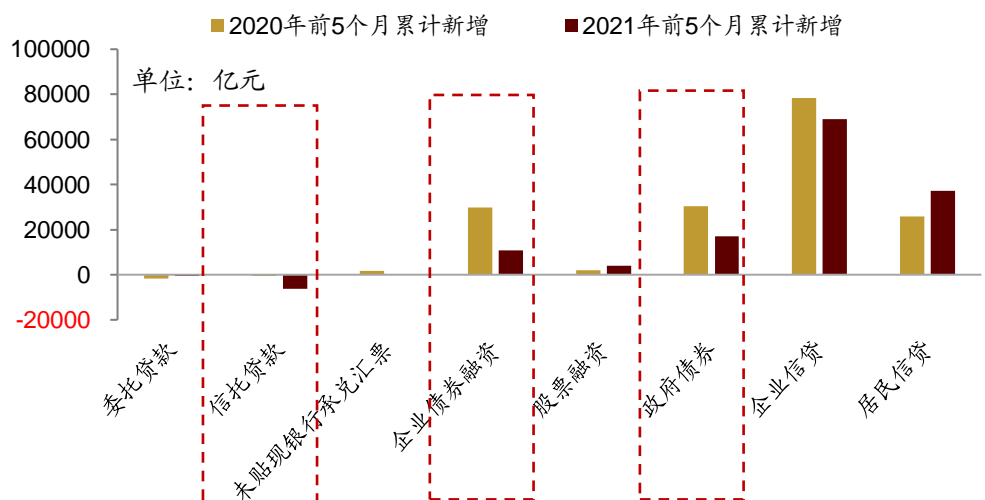
资料来源: Wind、招商证券

(3) 新增社融增速大概率在负值区间逐渐企稳

从国内信用环境来看,下半年国内仍处于紧信用周期,新增社融延续同比负增长,不过社融增速大概率逐渐趋于平稳。

5月社融存量规模增速已经降至11%,如果按照全年GDP名义增速9%-10%计算,那么社融增速与GDP增速的差值已经明显收窄,进一步收窄空间比较小。从结构上来看,今年以来,非标中的信托贷款、企业债券融资以及政府债券是造成社融增速快速下滑的重要原因,信托贷款前5个月累计减少6192亿元;新增企业债券同比减少63.6%;新增政府债券同比减少44%。相比之下,企业信贷少增幅度不大,居民信贷同比增加44%。这主要与国内信贷政策和环境变化有关:1)2021年是资管新规过渡期最后一年,非标持续压缩,且年初的信托监管工作会议明确2021年将继续压降信托通道业务规模及违规融资类业务规模;2)房地产企业融资面临“三道红线”的政策约束;3)信用违约事件导致信用风险偏好下降,信用债发行受阻;4)政府债券发行明显滞后,去年高基数下政府债券融资同比下滑明显。

图 15: 社融中的信托贷款、企业债券、政府债券是导致今年社融增速的重要拖累



资料来源: Wind、招商证券

相比之下，企业信贷和居民信贷相比去年并未出现明显下滑。其中，居民信贷同比增加 44%，但是房贷政策整体在不断收紧，预计下半年将导致居民信贷整体减弱；企业中长期贷款连续第 15 个月同比多增，显示实体企业融资需求尚可。

从超额流动性指标对社融的领先作用来看，社融增速下降最快的阶段已经过去，下半年增速有望逐渐企稳。另外，地方政府债券发行在下半年提速也可能对社融构成一定的支撑。

图 16：从超额流动性对社融的领先作用来看，社融增速下半年有望逐渐企稳



资料来源：Wind，招商证券

整体而言，在以稳为主的政策基调下，下半年国内大概率继续处于“稳货币、紧信用”的环境。但需要警惕通胀超预期上行导致货币政策收紧的可能，以及地方政府债券发行提速和 MLF 到期规模扩大对市场流动性的扰动；新增社融增速大概率延续负增长，不过增速有望逐渐企稳。

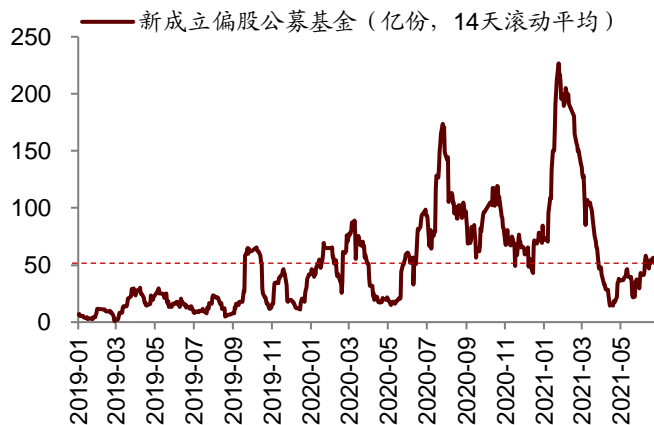
三、下半年微观流动性有哪些重要变化

1、基金发行回归常态，警惕赎回

本轮基金扩张从 2019 年开始，基金份额呈现平稳持续扩张，并在 2020 年下半年开始加速，本轮居民资金通过公募基金入市已经持续了两年多时间。2021 年上半年新发偏股类公募基金规模近万亿，加上老基金申购，上半年公募基金贡献增量资金达到 1.06 万亿元，这也进一步表明了本轮上行周期中投资公募基金是居民资金入市的主要方式。

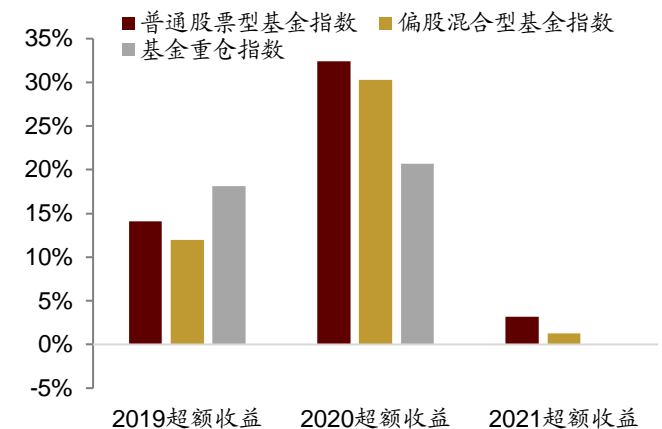
市场回撤导致基民风险偏好下降叠加市场赚钱效应减弱，2021 年二季度以来公募基金发行已经明显放缓。一方面，年初市场的下跌尤其公募基金收益的大幅回撤导致基民风险偏好下降，申购热情不足；另一方面，今年上半年大多数阶段市场呈现结构性行情，市场赚钱效应减弱，偏股类公募基金相比市场指数的超额收益率在上半年明显收窄，其中普通股票型基金指数相对万得全 A 的超额收益从 2019 年的 32.4% 收窄至上半年的 3.16%；基金重仓指数上半年小幅跑输万得全 A 指数 0.05%。

图 17: 基金发行已经放缓至近两年较低水平



资料来源: Wind、招商证券

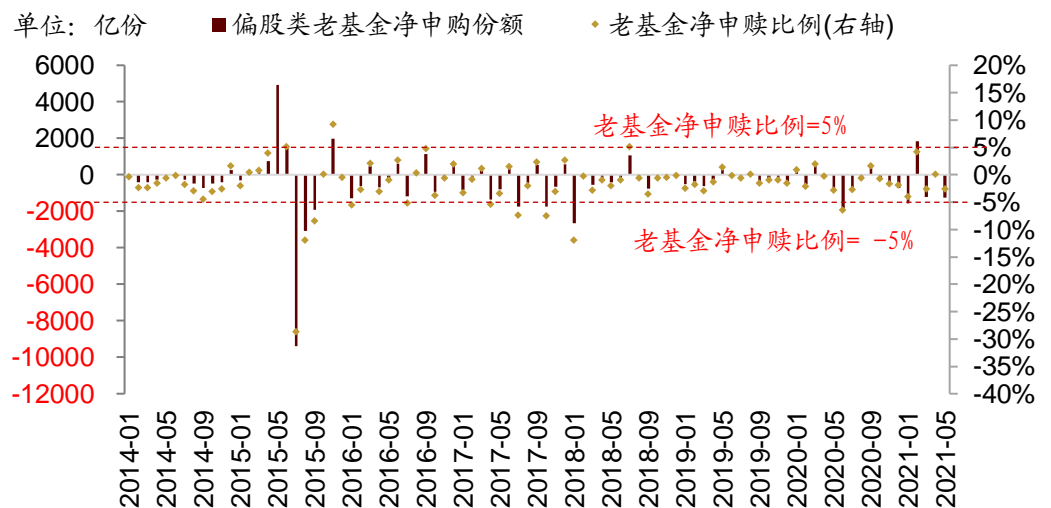
图 18: 基金相对万得全 A 的超额受益收窄(2021.6.25)



资料来源: Wind、招商证券

从老基金申赎情况来看,今年上半年老基金赎回有所增加,其中1月、3月和5月赎回相对较多,净赎回份额均超过了1000亿份。从统计结果来看,大多数时候每月老基金的净申赎比例绝对值基本不超过5%。

图 19: 今年上半年1月、3月、5月老基金赎回较多



资料来源: Wind、招商证券

从历史上单月基金净赎回比例超过5%的几个月份来看,市场指数和基金涨跌不一。基金大幅赎回可能出现在市场大幅下跌的时候,如2015年7-9月,2016年1月、2017年4月,其中,2015年7-8月是杠杆资金风险爆发后市场系统性下跌,导致基金大幅赎回;2016年1月是熔断机制下市场快速下跌后导致的赎回。基金大幅赎回也有出现在市场上涨的阶段,如2017年7月、2017年10月、2018年1月和2020年6月,更多属于资金获利了结,不过可以看到,在2017年7月和2018年1月市场出现了比较明显的回撤。概括来说,老基金大幅赎回多发生在市场大幅下跌的月份或者市场上行后出现回撤的月份。

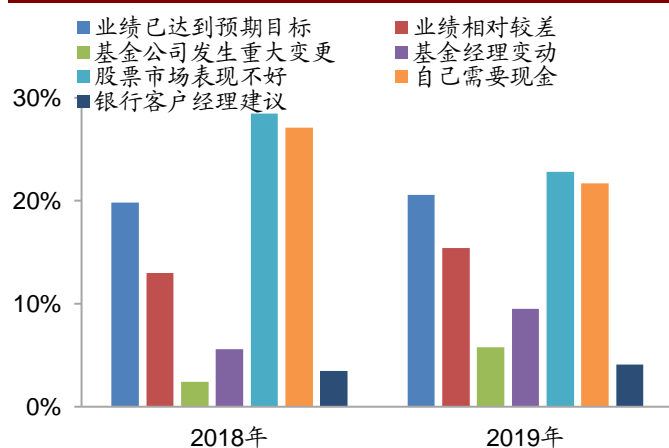
表 4: 单月老基金净赎回比例超过 5% 的月份及 2021 年上半年赎回较多的月份

月度日期	偏股类老基金净申购份额(亿份)	老基金净申赎比例	万得全A涨幅(%)	当月主动偏股基金最大回撤中位数(%)	当月主动偏股基金加权平均最大回撤(%)	中证股票基金指数走势	中证混合基金指数走势	万得全A指数
2015-07	-9378.87	-28.57%	-15.77	-19.39	-13.00			
2015-08	-3070.22	-11.88%	-15.35	-23.65	-16.42			
2015-09	-1927.83	-8.38%	-5.92	-8.74	-7.66			
2016-01	-1295.88	-5.41%	-27.56	-20.14	-16.44			
2016-07	-1190.21	-5.09%	0.53	-3.39	-3.57			
2017-04	-1359.32	-5.37%	-2.94	-3.04	-3.44			
2017-07	-1748.01	-7.29%	1.61	-2.36	-3.06			
2017-10	-1727.35	-7.50%	1.11	-1.03	-1.34			
2018-01	-2649.08	-11.95%	1.80	-2.84	-3.14			
2020-06	-1850.69	-6.37%	8.41	-1.35	-1.55			
2021-01	-1578.82	-3.97%	-0.10	-5.43	-5.35			
2021-03	-1202.73	-2.55%	-3.14	-9.70	-9.65			
2021-05	-1258.76	-2.56%	5.14	-2.65	-2.95			

资料来源: Wind, 招商证券

这一结论在《公募基金投资者状况调查报告》中也可以得到印证。调查报告显示, 股票市场表现不好、个人流动性需求以及基金业绩达到预期目标是个人投资者赎回基金的主要原因。另外, 2019 年的调查结果显示, 面对市场风险释放、大幅下跌时, 公募基金的机构投资者采取的主要措施是赎回基金份额, 由此来看部分机构投资者也是加剧下跌时公募基金被赎回的重要力量之一。

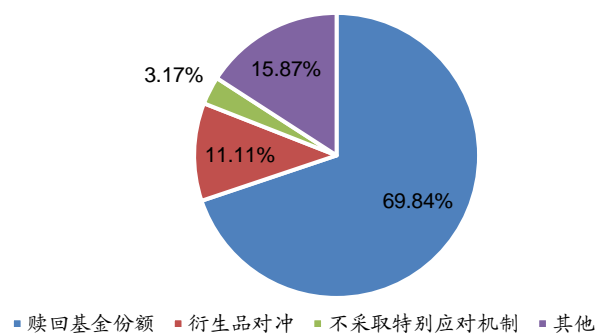
图 20: 个人基金投资者赎回基金的原因分布



资料来源: 公募基金投资者状况调查报告、招商证券

图 21: 市场风险释放、大幅下跌时, 机构多赎回基金份额

公募基金的机构投资者应对市场大幅下跌的方式 (2019 年)



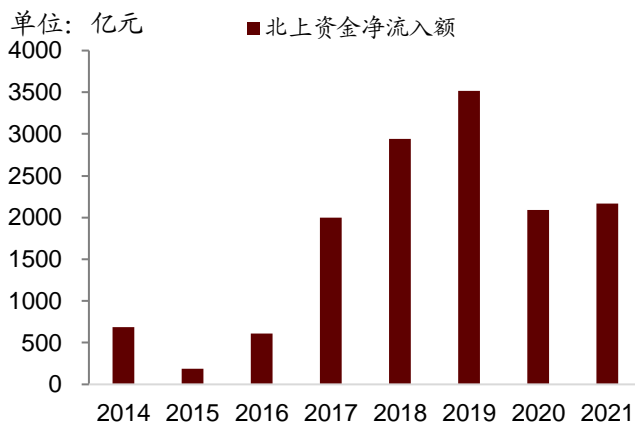
资料来源: 公募基金投资者状况调查报告、招商证券

总结来说, 过去两年公募基金收益可观, 不过由于市场回撤导致基民风险偏好下降叠加市场赚钱效应减弱, 2021 年二季度以来公募基金发行已经明显放缓, 未来大概率继续回归一个常态水平。而另一方面, 也需要关注潮水退去后, 基民可能在落袋为安的诉求下赎回基金导致的资金流出。

2、北上资金：美联储货币政策变化增大短期波动

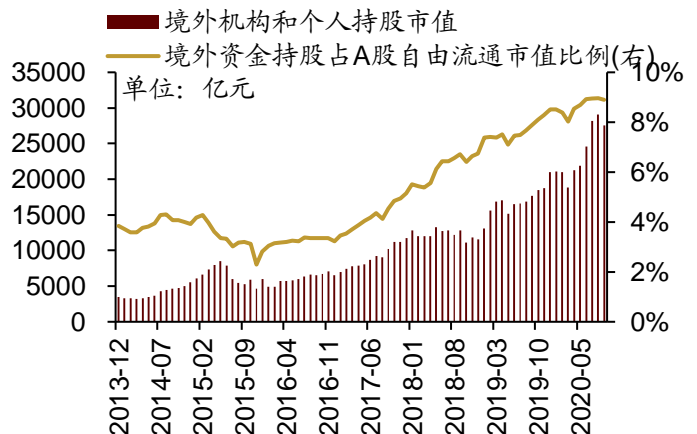
2017 年以来，北上资金已经成为 A 股的重要增量资金，每年贡献的增量资金规模都在 2000 亿元以上。与此同时，外资持 A 股规模及其占比也在持续扩大。截至 2021 年 3 月末，全部外资持 A 股规模 3.36 万亿元，占 A 股流通市值的比例为 5.34%；其中北上资金持股 2.36 万亿，占全部外资持股的 70.2%。

图 22：近几年北上资金为 A 股贡献大量增量资金



资料来源：Wind、招商证券

图 23：外资对 A 股持股比例仍在扩张阶段



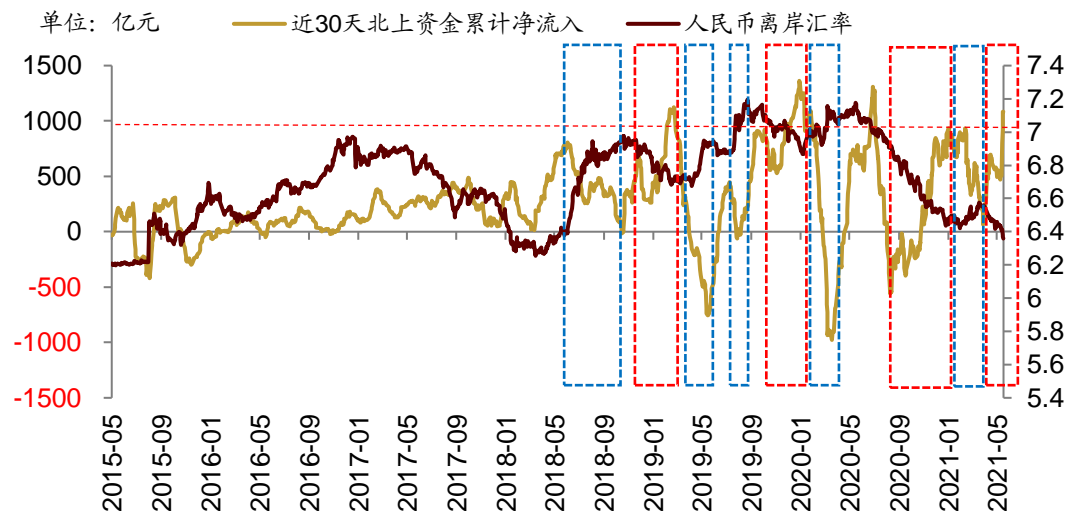
资料来源：Wind、招商证券

从历史数据来看，北上资金流向与人民币汇率的相关性强，进入下半年以后，美联储货币政策变化对美元指数进而北上资金流向产生一定扰动。沪深港通开通后，外资“热钱”显性化，北上资金成为 A 股重要增量资金之一，导致汇率波动对 A 股的影响更加明显。从历史数据来看，人民币升值吸引外资流入；相反，人民币贬值则外资更可能流出。目前影响汇率的不确定性主要来源于美联储货币政策。美联储 QE 已经行至后半程，美国经济基本面和就业数据的改善、疫苗接种率不断提高等都为美联储逐渐退出宽松的货币政策创造了条件，且财政存款释放大量流动性，进一步提升了 Taper 概率。预计最晚三季度美联储将正式讨论 Taper，美元指数反弹，人民币短期贬值压力可能导致外资流入放缓甚至流出。

另一方面，从基本面来看，由于国内外经济复苏错位，下半年国内经济增速可能相对美国有所减弱，这也可能成为人民币汇率短期走弱的一个影响因素。

因此概括来说，人民币汇率可能受美联储政策收紧及中美经济增速差异的影响而短期走弱，进而导致北上资金的波动增大，北上资金可能减弱甚至阶段性流出。不过人民币并不存在大幅贬值的基础，且人民币资产对外资的吸引力犹在，不排除外资超预期的可能。

图 24：人民币升值带动外资流入，人民币贬值容易引发北上资金流出



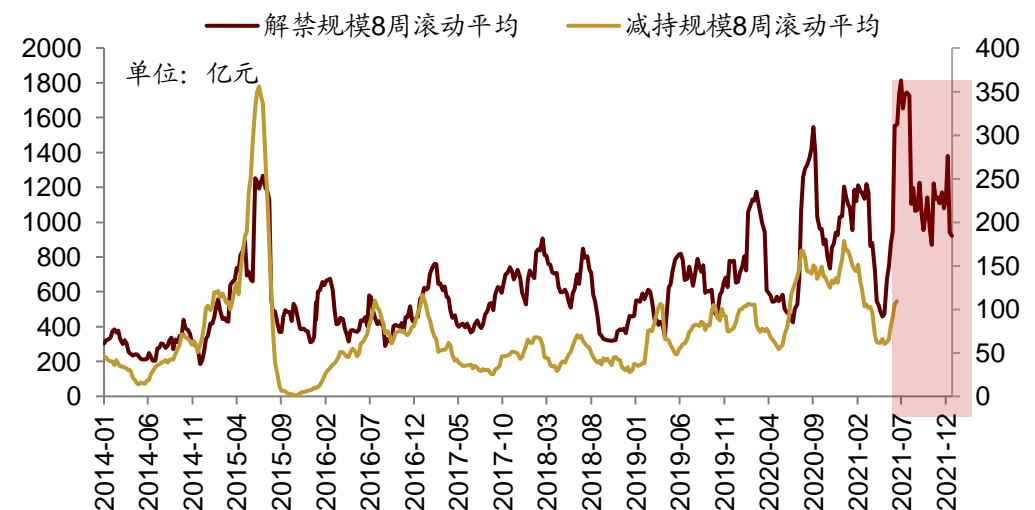
资料来源：Wind，招商证券

3、重要股东减持：解禁高峰后减持可能扩张

从历史数据来看，重要股东减持规模与解禁规模密切相关，解禁规模走势预示着下半年重要股东减持规模可能扩张。

2021 年全年解禁规模达到 5.5 万亿元，上半年和下半年基本各半。其中上半年的解禁规模大量集中在 6 月。以 8 周滚动平均解禁规模和减持规模来看，两者相关性高，在下半年解禁规模仍保持高位的情况下，叠加上半年的解禁高峰，预计下半年重要股东减持规模可能扩张。

图 25：2021 年解禁规模高，下半年减持规模可能扩张



资料来源：Wind，招商证券

四、供给下降需求不减，存量博弈关注外资——股市流动性展望

展望 2021 年下半年，股票市场增量资金放缓，资金需求保持平稳，股市流动性整体回落，存量博弈环境下，尤其要关注外资动向。具体而言，从资金供给端来看，居民资金通过公募基金入市是本轮市场主要增量资金，上半年贡献了上万亿资金，不过目前基金发行高点已过，未来阶段大概率保持平均水平；资管新规过渡期进入尾声，银行理财预计规模扩张有限，且权益投资仍较保守；私募基金快速扩张势头不减，且仓位处于高位震荡；美联储政策收敛将带动美元指数走高进而外资放缓甚至流出，当然政策不确定环境下不排除外资超预期的可能。资金需求端，IPO 和定增预计将保持相对平稳的规模；在上半年解禁高峰后，下半年重要股东减持可能扩张。综合以上因素测算显示，2021 年下半年 A 股流动性可能呈现供需相对平衡、资金小幅流入的状态。

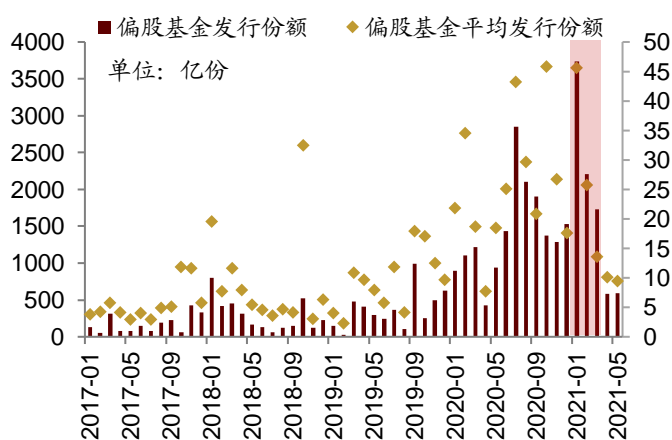
1、资金供给端：增量资金放缓

➤ 公募基金：高点已过，发行放缓

今年一季度基金发行大量，累计发行偏股类基金 7680 亿元；尤其 1 月发行规模创历史单月新高（3740 亿元）。进入二季度以来，由于前期市场调整后，市场赚钱效应减弱，居民申购热情下降，基金发行明显降温。4 月和 5 月的发行规模均不足 600 亿元。根据基金份额变化、单位净值和仓位进行估算，截至 2021 年 6 月上旬，年内公募基金累计带来增量资金约 1.06 万亿。

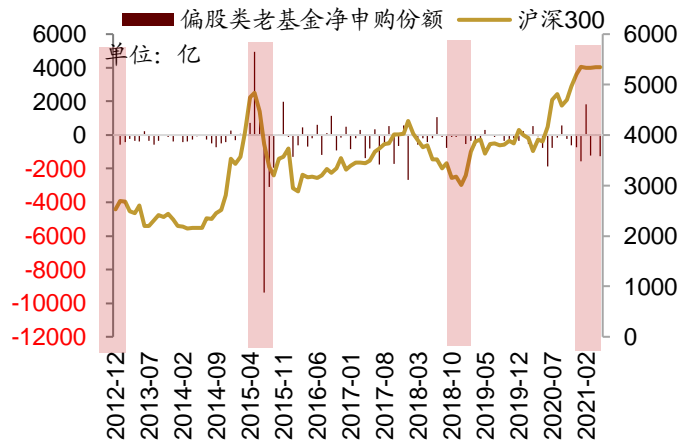
从老基金申赎情况来看，1 月、3 月和 5 月老基金赎回较多，均超过 1000 亿。进入下半年后，考虑到宏观货币政策环境的变化，预计公募基金发行可能保持一个相对平稳的水平，再加上过去两年基金收益颇丰，随着两年半上行周期的结束，获利基金可能有所赎回。保守估计下半年公募基金带来增量资金 4000 亿元。

图 26：近期居民申购基金热情降温



资料来源：Wind、招商证券

图 27：1 月、3 月和 5 月老基金赎回较多



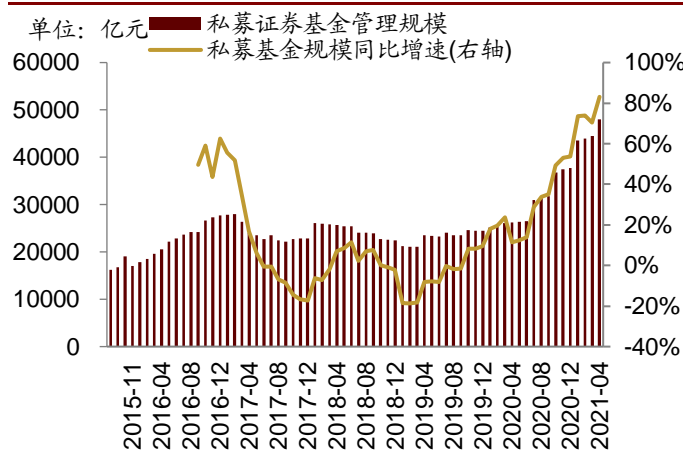
资料来源：Wind、招商证券

► 私募基金：规模持续扩张

2021 年以来，私募基金规模增速持续高速扩张，即使在上半年市场调整明显的阶段依然保持扩张，显示高净值人群入市热情仍比较高涨。截至 4 月末，私募证券投资基金管理规模 4.8 万亿，相比年初增加 1 万亿元，增长了 27.5%。另外从仓位来看，2021 年以来私募基金平均仓位持续高位震荡，基本保持在 80% 左右的高位。据此估算，私募基金前上半年贡献增量资金规模约 3700 亿元。

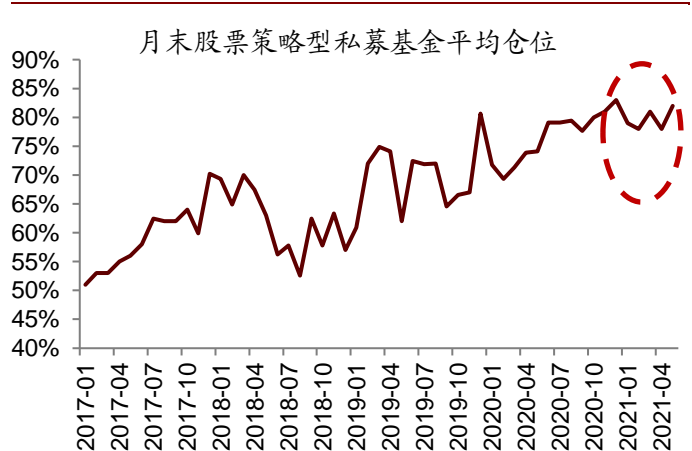
展望下半年，考虑到市场仍可能继续小幅上行，预计私募证券投资基金规模可能延续扩张趋势。保守假设私募基金规模全年增速 50%，按照平均仓位 70% 估算，则下半年增量资金规模可能达到 3300 亿元。

图 28：私募证券投资基金管理规模加速扩张



资料来源：Wind、招商证券

图 29：私募基金仓位高位震荡



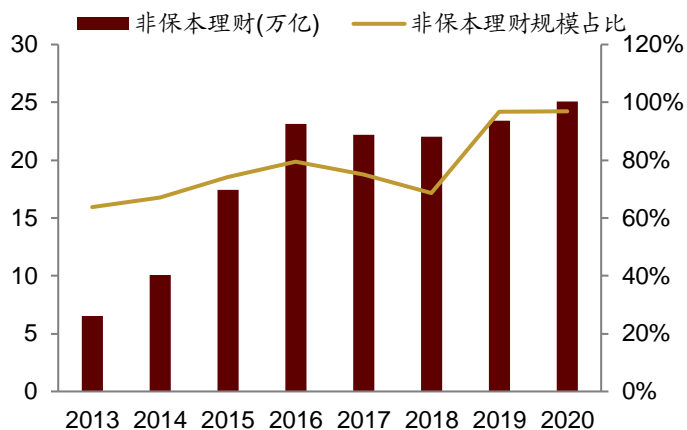
资料来源：私募排排网、招商证券

► 银行理财产品：过渡期进入尾声，规模扩张有限

全市场理财不断向银行理财子公司转移。截至目前，24 家理财子公司已经获批筹建，其中 20 家已经正式开业，非保本理财规模重回扩张。2021 年一季度末，银行理财规模 25.03 万亿，较去年末下降约 0.83 万亿；其中理财公司存续产品规模 7.61 万亿元，同比增长 5.06 倍，占全市场的比例达到 30.40%，相比去年末提高了 4.6%。

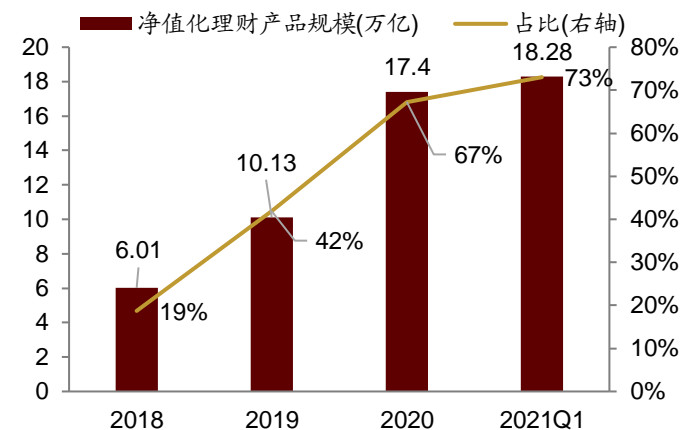
与此同时，理财产品净值化转型加速推进，随着资管新规过渡期进入尾声，预计银行理财的改革节奏将整体加快。截至 2021 年一季度末，银行理财产品中的净值化产品规模 18.28 万亿元，占比 73%，相比去年末继续提高了 6 个百分点。如果按此速度推算，到年末过渡期结束的时候净值化比例基本可以达到 90% 以上。

图 30: 银行非保本理财规模重回扩张



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 银行理财产品净值化比例持续提高



资料来源: 普益标准、招商证券

银行理财发行基本呈现稳步下降的状态。究其原因，第一，2020 年以来公募基金投资收益可观，赚钱效应显现，相比之下，预期收益型银行理财产品的预期收益下降，净值型产品业绩基准相比基金收益仍存明显差距，所以更多居民资金投向基金，对理财产品造成分流。第二，随着银行理财净值化比例提高，净值型产品越来越多，对管理人能力提出了更高的要求，或是导致产品发行放缓的原因之一。

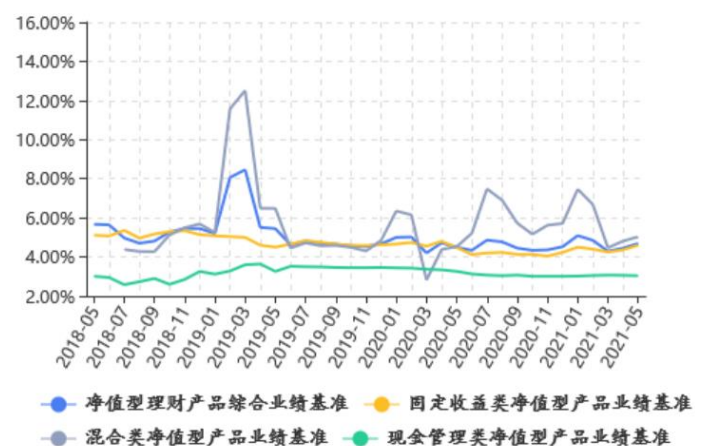
因此，综合银行理财总规模、净值产品规模以及理财发行情况来看，净值型产品规模的扩张可能以存量产品转型或者新的产品承接旧的产品为主。随着资管新规过渡期临近结束，银行理财加快转型，预计理财整体规模扩张有限，甚至不排除小幅下降的可能。

图 32: 近两年来银行理财发行基本持续放缓



资料来源: 普益标准、招商证券

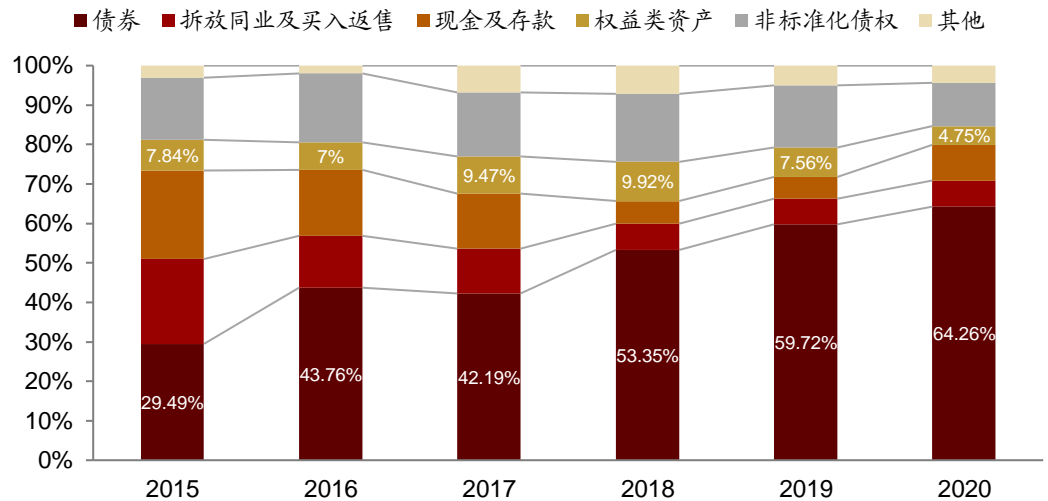
图 33: 银行理财产品业绩基准



资料来源: 普益标准、招商证券

就理财产品的配置结构而言，2020 年银行理财继续增配债券资产而减配权益资产。其中债券资产占比达 64.26%；相比之下，权益类资产的配比仅 4.75%，较 2019 年下降了 2.81%。理财子公司产品投中，投向债券、现金及存款、权益类资产的比例分别为 64.54%、6.81%和 2.31%，相比全市场理财产品，银行理财子公司对债券和现金分别超配 0.28%和 0.19%，而权益类资产低配 2.44%。这就意味着，目前银行理财子公司对权益类资产的投资仍比较保守，理财子公司对权益资产的配置仍是一个长期的过程。

图 34: 债券配比持续提高, 权益类资产配比下降



资料来源: 银行理财年报, 招商证券

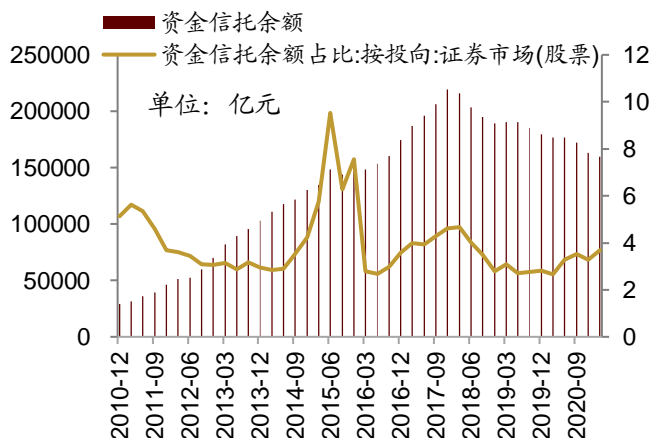
根据一季度银行理财的规模变化情况, 假设二级市场投资 2.3% 的比例估算, 则银行理财上半年对股票市场的流动性影响为-190 亿元。如果中性估计, 按照全年银行理财规模与去年持平, 股票投资提升至 2.5%, 则下半年对股票市场流动性影响为 210 亿元。

► 信托产品: 资管新规下持续压缩

2021 年以来, 资金信托规模继续下滑。但其中投资股票的比例持续提升。截至 2021 年 3 月末, 资金信托中投资股票的比例为 3.69%, 较年初提高 0.4%。据此估算, 以平均仓位为基础, 一季度资金信托规模下降对市场流动性的影响约为-120 亿元, 则半年对应规模为-240 亿元。

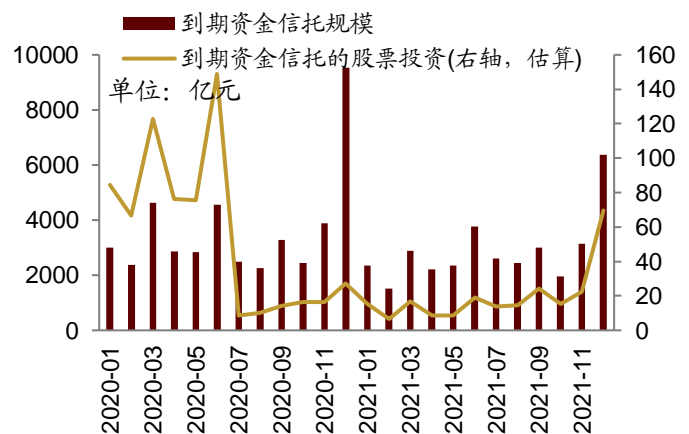
受资管新规的影响, 信托产品新增缓慢, 信托产品存量规模持续压缩。展望下半年, 资管新规过渡期即将结束, 预计资金信托规模整体将继续呈现下降趋势, 并且下半年到期的资金信托规模明显高于上半年, 预计下半年信托资金规模压缩幅度可能更大。假设全年资金信托规模压缩 18%, 则对应下半年对股票市场的影响为-500 亿元。

图 35: 资金信托规模持续压缩, 股票投资比例提升



资料来源: Wind, 招商证券

图 36: 信托产品到期及其股票投资规模



资料来源: Wind, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

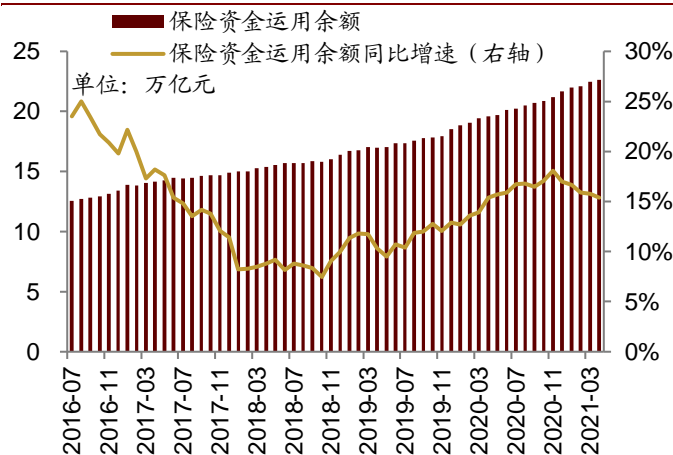
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

► 保险资金：规模扩张放缓

今年以来，保险资金规模延续扩张，不过扩张速度逐步放缓，权益配置比例下滑。截至 2021 年 4 月，保险资金运用余额 22.6 万亿元，同比增速 15.4%；较去年年末增长了 4.33%。其中投资股票和基金的比例在一季度持续下降至 12.76%，4 月企稳回升至 12.82%。据此估算，2021 年上半年保险机构对股票市场流动性的影响约为 -550 亿元。

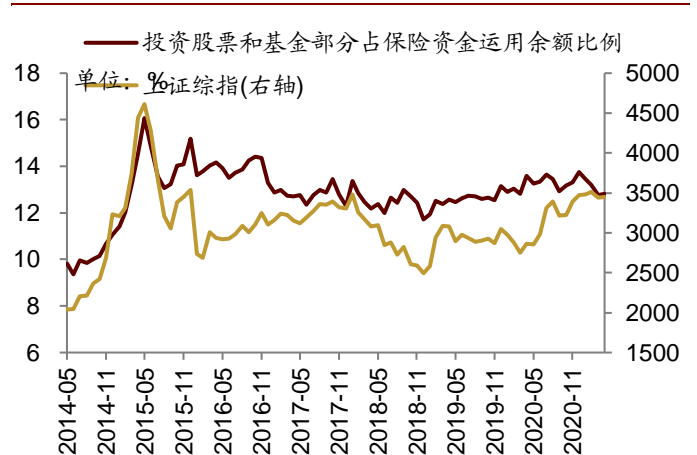
保险资金股票投资比例企稳回升，再加上保险规模扩张，下半年有望带来增量资金。假设全年保险资金规模增速 10%，以目前保险资金权益投资的比例为基础，则对应下半年带来增量资金约 1270 亿元。

图 37：保险资金规模增速放缓



资料来源：Wind，招商证券

图 38：保险资金股票投资比例止跌回升



资料来源：Wind，招商证券

► 社会保障资金（社保基金、养老金、企业年金、职业年金）

不考虑股份划转的情况下，社保基金的资金来源主要包括彩票公益金分配和中央财政预算拨款，2021 年划拨给社保基金的彩票公益金为 311 亿元，中央财政预算拨款每年 200 亿元，考虑股权分红再投资，股票投资比例按照 20% 计算，则 2021 年社保基金增量资金 150 亿元。

基本养老保险基金方面，基本养老金委托投资快速推进。最新数据显示，截至 2021 年一季度末，所有省份均启动基本养老保险基金委托投资，合同规模 1.25 万亿元，到账金额 1.07 万亿元，到账资金规模相比年初增加了 200 亿元。据此速度推算，按照 20% 的投资比例计算，2021 年半年增量资金规模约为 80 亿元。

截至 2020 年 12 月，全国企业年金实际运作金额为 2.25 万亿元。按照 7.5% 的股票投资比例计算，2020 年企业年金单季度贡献增量资金规模基本在 40-50 亿元。考虑到企业基金规模扩张，保守估计 2021 年单季度带来增量资金 55 亿元。

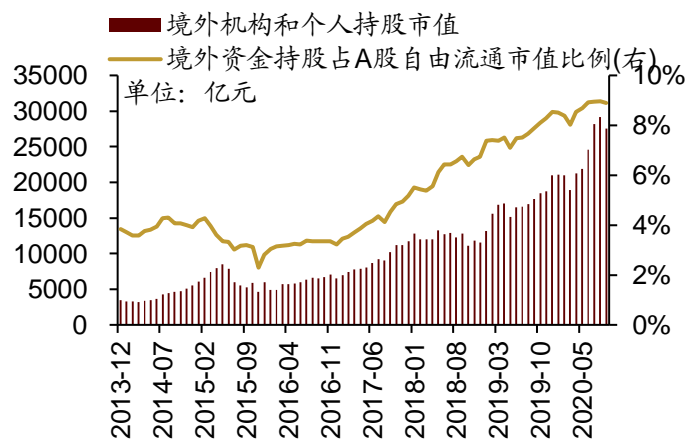
2019 年 7 月职业年金规模 6100 亿元，目前已经增至万亿规模，由此推算，职业年金年均规模增长约 2000 亿元。其股票投资比例可以参考企业年金目前的投资情况。考虑到职业年金入市后的初始投资比例不会太高，假设为 7%，则每年增量资金约 140 亿元。

境外资金：关注汇率波动的影响

2021 年以来，北上资金大幅流入，尤其在人民币快速升值的 4 月和 5 月，北上资金明显放量流入。截至 6 月 11 日，北上资金年内累计净流入 2149 亿元。截至 2021 年 3 月末，全部外资持 A 股规模 3.36 万亿元，占 A 股流通市值的比例为 5.34%。

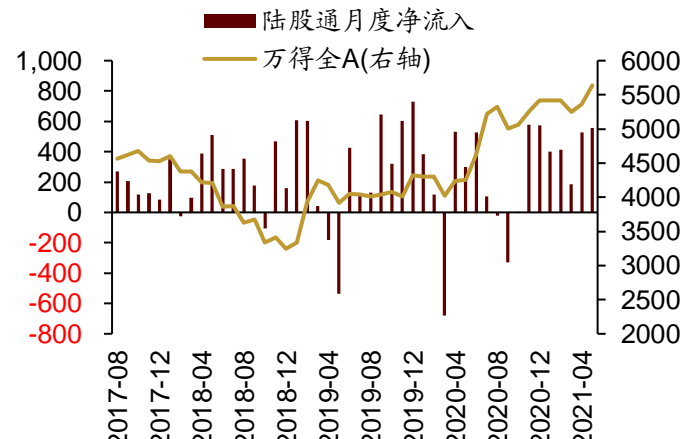
展望下半年，汇率将继续成为影响外资流向的重要因素。考虑到美联储政策收紧对人民币汇率的扰动，估计下半年外资在 A 股流向可能前高后低，期间由于美联储政策的边际变化可能导致外资波动加剧。保守估计下半年外资流入 1000 亿元。

图 39：境外资金持股规模及占比



资料来源：Wind、招商证券

图 40：北上资金净流入规模



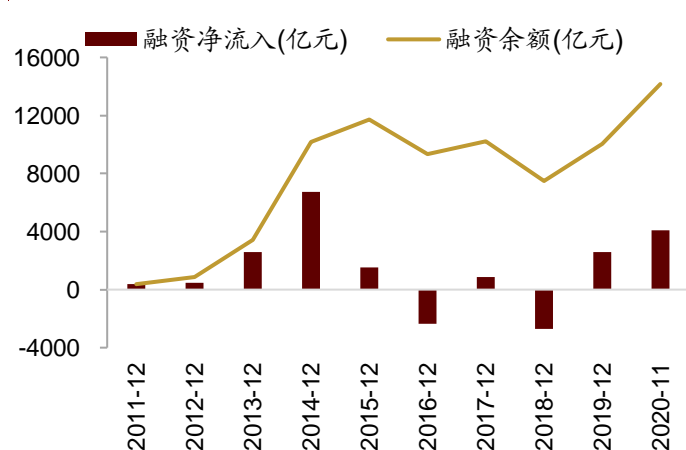
资料来源：Wind、招商证券

融资余额：冲高后的放缓

2021 年上半年融资资金累计净流入 1090 亿元，尤其二季度在市场情绪明显改善的情况下融资资金集中大幅流入。

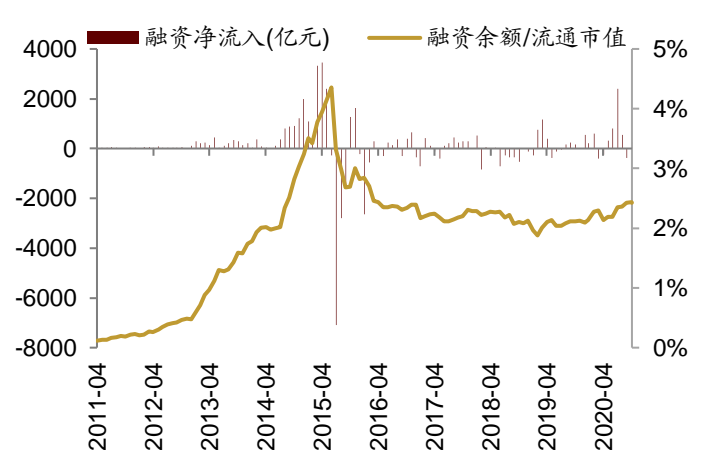
假设我们在前文中的逻辑能够如期兑现，下半年市场小幅上行，年末融资余额占 A 股流通市值的比例回归至 2.3% 的平均水平，据此估算，则 2021 年下半年融资资金小幅流入 360 亿元。

图 41：融资资金净流入与融资余额



资料来源：Wind、招商证券

图 42：融资余额占 A 股流通市值比例提升



资料来源：Wind、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

股票回购

2021 年前 6 个月股票回购规模合计约 670 亿元，股票回购已逐渐成为 A 股市场一种相对常态化的上市公司操作，且年初的时候一般回购规模相对较高，预计 2021 年下半年股票回购规模可能有所下降，保守估计 500 亿元。

图 43: 2021 年上半年股票回购规模较去年同期有所回升



资料来源: Wind, 招商证券

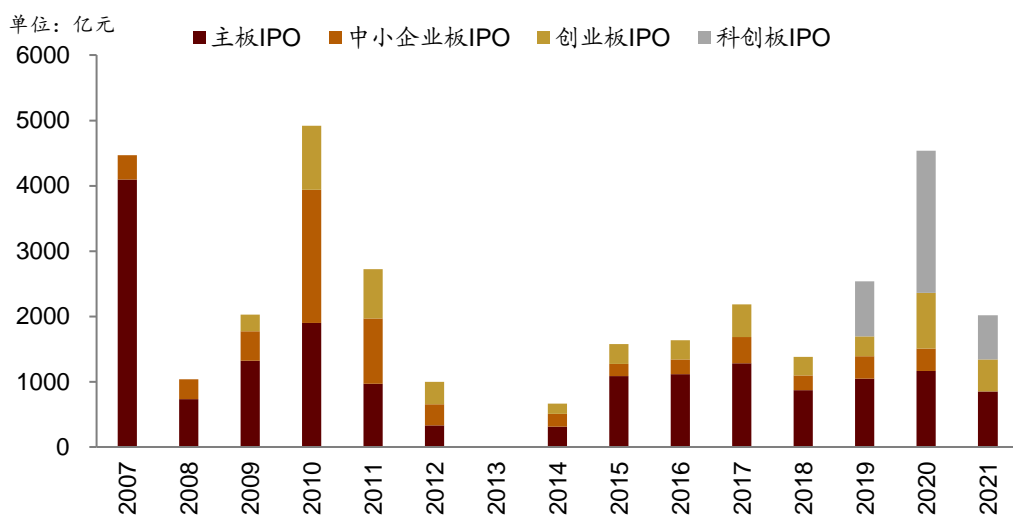
2、资金需求端：融资平稳，减持压力渐增

IPO

截至 2021 年 6 月 11 日，2021 年上半年共有 192 家公司进行 A 股 IPO 发行，对应融资规模 2016 亿元，基本相当于 2020 年全年 IPO 规模的一半；相比去年同期提速。主板、创业板、科创板募资规模分别 849 亿元、494 亿元、673 亿元。

虽然前期市场存在 IPO 收紧的感觉，不过从发行规模和节奏来看，与去年基本相当。且近期证监会主席在会议演讲中表示，“IPO 既没有收紧，也没有放松，实现常态化发行，增速还不慢”。更重要的在于政策全面落实各方参与主体的责任，加强股东信息披露监管，并且强调实质重于形式。由此来看，下半年 IPO 有望继续保持在目前这一相对平稳的水平，假设按照目前月均 350 亿元的规模估算，预计下半年 IPO 规模合计 2100 亿元。

图 44: 2021 年上半年 IPO 规模基本相当于 2020 年全年的一半 (以发行日期为参考)

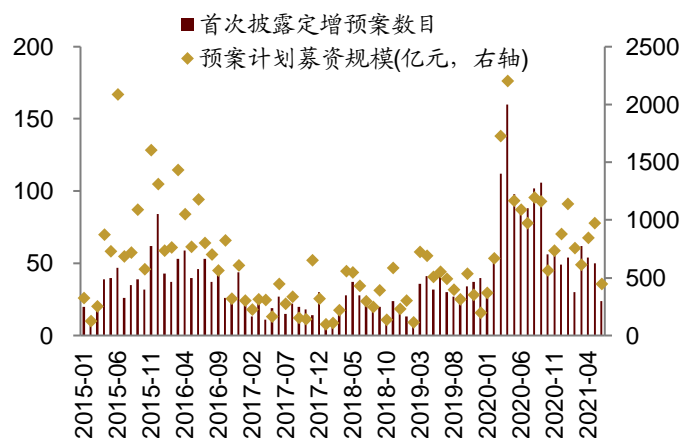


资料来源: Wind, 招商证券

➤ 再融资

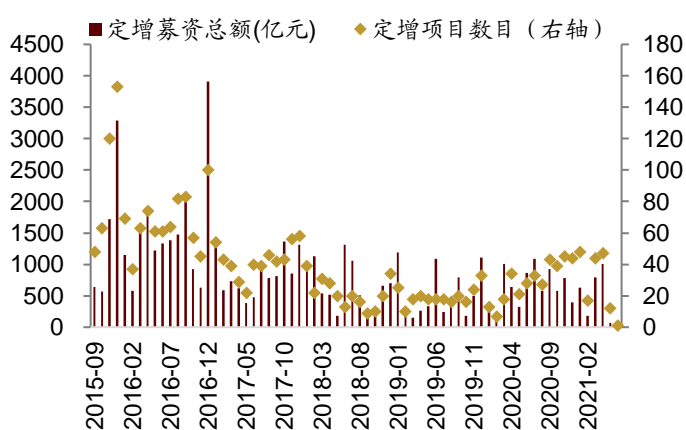
今年以来上市公司再融资预案较去年同期放缓, 前 6 个月上市公司首次披露的定增预案对应拟募资规模达到 4778 亿元。年内已公布的已经实施的定增项目中, 增发募资规模 2686 亿元, 其中货币增资 2395 亿元。展望下半年, 考虑到定增仍处上行期, 且今年发布的部分定增计划有待实施, 按照月均 400 亿元估算, 则下半年定增规模 2400 亿元。

图 45: 今年以来定增预案有所放缓



资料来源: Wind、招商证券

图 46: 近两个月定增有所放缓



资料来源: Wind、招商证券

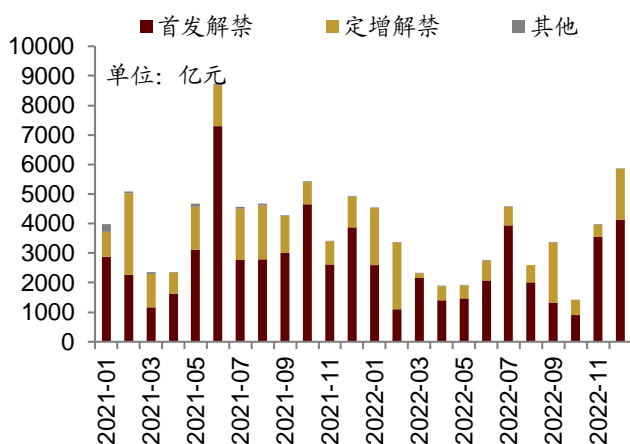
截至 6 月 11 日, 55 家公司发行可转债, 规模合计 1173 亿元, 基本相当于 2020 年全年规模的一半。但考虑到固收类投资者会申购大量可转债, 参考不同类型基金持可转债的情况, 将其对股市的影响按照 0.4 的比例折算, 则其对股市流动性的资金需求约 470 亿元。从目前可转债预案来看, 预计下半年可转债会有所回落, 保守估计下半年对应需求约 400 亿元。

此外, 配股和优先股发行也会构成市场的资金需求。截至目前, 2021 年内配股实施募资规模 50 亿元。目前已经处于证监会通过状态的配股项目预计募资规模近 100 亿元, 假设能在年内实施。另外, 截至目前年内尚无优先股发行。

限售解禁与股东净减持

2021 年上半年解禁规模约为 2.72 万亿，约占全年解禁规模的 50%。板块分布为：主板 1.66 万亿元、创业板 7476 亿元、科创板 3121 亿元；从解禁类型分布来看，首发解禁 1.4 万亿、定增解禁 7639 万亿元、其他解禁 5528 亿元。下半年解禁规模约 2.72 万亿元，解禁规模基本与上半年持平，板块分布为：主板 1.83 万亿、创业板 8256 亿元、科创板 601 万亿元；解禁类型分布：首发解禁 1.97 万亿，定增解禁 7357 万亿，其他解禁 164 亿元。从时间上来看，下半年各月解禁规模相对均匀分散。

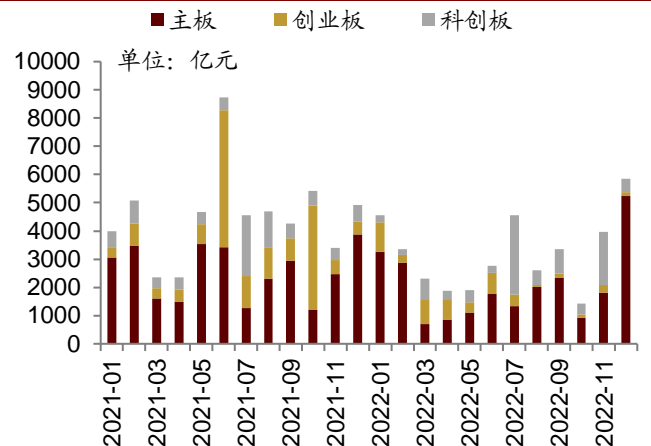
图 47：限售解禁的类型分布



资料来源：Wind、招商证券

注：未解禁的部分根据最新股价计算

图 48：限售解禁规模板块分布



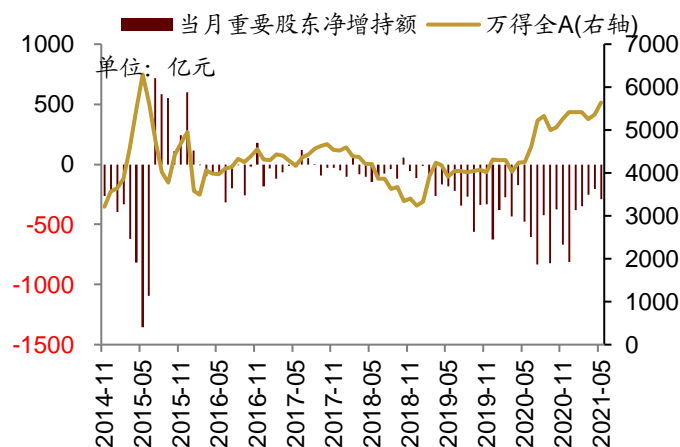
资料来源：Wind、招商证券

注：未解禁的部分根据最新股价计算

2021 年前 6 个月累计净减持规模合计约 1727 亿元，相较 2020 全年 6500 多亿元的减持规模相差较多，可见今年上半年重要股东减持动力明显下降。

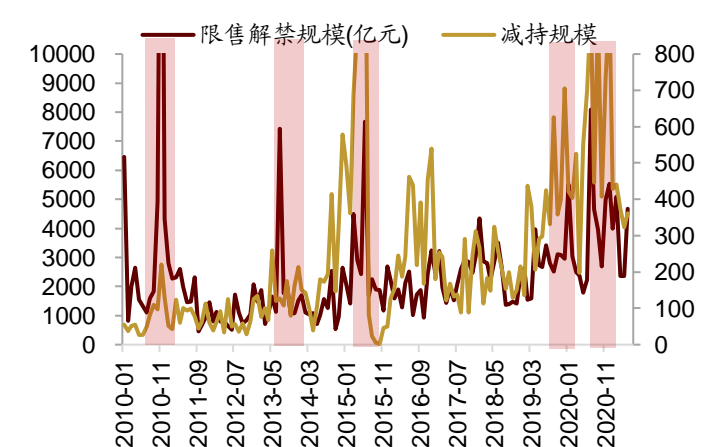
从历史数据来看，解禁规模的扩大通常伴随着重要股东减持规模的扩大。考虑到上半年尤其 6 月解禁高峰，且下半年解禁规模仍比较高，预计下半年重要股东减持规模将有所扩大。保守估计下半年重要股东净减持规模为 2500 亿元。

图 49：上半年重要股东减持明显放缓



资料来源：Wind、招商证券

图 50：上半年解禁高峰后可能带来减持规模扩大



资料来源：Wind、招商证券

➤ 其他（手续费、印花税、融资利息）

截至目前，2021 年上半年 A 股市场成交总额为 94 万亿元。如果按照经纪业务平均佣金费率 0.3‰、印花税率 1‰ 计算，则佣金费和印花税为 1223.5 亿元。2021 年前 6 个月融资余额平均约 1.5 万亿元，按照融资利率平均 8% 计算，前 6 个月融资利息 795 亿元，后两个月按照平均融资余额估算，融资利息 614 亿元。

2021 年下半年预计股市活跃度会有下降，假设成交额较上半年下降 10%，则佣金费和印花税为 1190 亿元。平均融资余额根据前文的测算大约为 1.6 万亿，则下半年融资利息为 640 亿元。

表 5：2021 年上半年增量资金测算及下半年展望（2021/6/11）

资金供需	2021H1	2021H2E	核心假设及测算依据
公募基金	10600	4000	进入下半年后，考虑到宏观货币政策环境的变化，预计公募基金发行可能保持一个相对平稳的水平，再加上过去两年基金收益颇丰，随着两年半上行周期的结束，获利基金可能有所赎回。保守下半年公募基金带来增量资金 4000 亿元。
私募证券投资基金	3700	3300	展望下半年，考虑到市场仍可能继续小幅上行，预计私募证券投资基金规模可能延续扩张趋势。保守假设私募基金规模全年增速 50%，按照平均仓位 70% 估算，则下半年增量资金规模可能达到 3300 亿元。
银行理财	-190	210	随着资管新规过渡期临近结束，银行理财加快转型，预计理财整体规模扩张有限，甚至不排除小幅下降的可能。如果中性估计，按照全年银行理财规模与去年持平，股票投资提升至 2.5%，则下半年对股票市场流动性影响为 210 亿元。
保险	-550	1270	保险资金股票投资比例企稳回升，再加上保险规模扩张，下半年有望带来增量资金。假设全年保险资金规模增速 10%，以目前保险资金权益投资的比例为基础，则对应下半年带来增量资金约 1270 亿元。
外资	2149	1000	展望下半年，汇率将继续成为影响外资流向的重要因素。预计最晚三季度美联储将正式讨论 Taper，将带动美元指数反弹，人民币短期贬值而可能导致外资流入放缓甚至流出。由此估计，下半年外资在 A 股流向可能前高后低，期间由于美联储政策的边际变化可能导致外资波动加剧。保守估计下半年外资流入 1000 亿元。
信托	-240	-500	受资管新规影响，信托产品新增缓慢，信托产品存量规模持续压缩。展望下半年，资管新规过渡期即将结束，预计资金信托规模整体将继续呈现下降趋势，并且下半年到期的资金信托规模明显高于上半年，预计下半年信托资金规模压缩幅度可能更大。假设全年资金信托规模压缩 18%，则对应下半年对股票市场的影响为 -500 亿元。
社会保障类	335	335	2021 年一季度基本养老保险委托投资到账资金规模相比年初增加了 200 亿元，据此速度推算，按照 20% 的投资比例计算，半年增量资金规模约为 80 亿元。2020 年企业年金单季度贡献增量资金规模基本在 40-50 亿元。考虑到企业基金规模扩张，保守估计 2021 年单季度带来增量资金 55 亿元。职业年金年均规模增长约 2000 亿元，其股票投资比例假设为 7%，则每年增量资金约 140 亿元。
融资净买入	1090	360	假设我们在前文中的逻辑能够如期兑现，下半年市场小幅上行，年末融资余额占 A 股流通市值的比例回归至 2.3% 的平均水平，据此估算，则 2021 年下半年融资资金小幅流入 360 亿元。

证券备付金	1000	-500	考虑到下半年市场受到美联储货币政策不确定性的影响，且美联储大概率或正式提及 Taper，市场波动可能增大。个人投资者直接参与股票投资的积极性会有所下降。
股票回购	670	500	股票回购已逐渐成为 A 股市场一种相对常态化的上市公司操作，且年初的时候一般回购规模相对较高，预计 2021 年下半年股票回购规模可能有所下降，保守估计 500 亿元。
合计（资金供给）	18564	9975	——
IPO	2016	2100	下半年 IPO 有望继续保持在目前这一相对平稳的水平，假设按照目前月均 350 亿元的规模估算，预计下半年 IPO 规模合计 2100 亿元。
增发	2395	2400	展望下半年，考虑到定增仍处上行期，且今年发布的部分定增计划有待实施，按照月均 400 亿元估算，则下半年定增规模 2400 亿元。
可转债	470	400	参考不同类型基金持可转债的情况，将其对股市的影响按照 0.4 的比例折算，从目前可转债预案来看，预计下半年可转债规模会有所回落，保守估计下半年对应需求约 400 亿元。
配股	50	100	2021 年内配股实施募资规模 50 亿元。目前已经处于证监会通过状态的配股项目预计募资规模近 100 亿元，假设能在年内实施。
优先股	0	0	截至目前年内尚无优先股发行。
重要股东净减持	1727	2500	解禁规模的扩大通常伴随着重要股东减持规模的扩大。考虑到上半年尤其 6 月解禁高峰，且下半年解禁规模仍比较高，预计下半年重要股东减持规模将有所扩大。保守估计下半年重要股东净减持规模为 2500 亿元。
佣金及印花税	1223.5	1190	2021 年下半年预计股市活跃度会有下降，假设成交额较上半年下降 10%，则佣金费和印花税为 1190 亿元。
融资利息	614	640	根据前文测算，下半年平均融资余额大约为 1.6 万亿，则下半年融资利息为 640 亿元。
合计（资金需求）	8495.5	9330	——
净流入	10069	645	——

资料来源：招商证券

五、总结

回顾上半年，国内货币政策始终强调“稳”字当头和“不急转弯”。上半年在央行公开市场操作以观望为主的情况下，货币市场利率经历了年初的大幅波动后，基本回归到政策利率中枢附近相对平稳的状态。年初和4月等阶段性的流动性宽松是上半年国债收益率尤其短端国债收益率下行的主要原因。此外，央行调整宏观审慎调节系数和外汇存款准备金率以维护汇率稳定。

美联储 Taper 渐行渐近，全球流动性拐点临近。随着美国经济复苏，通胀持续上行，美联储本轮扩表已经行至后半程，美联储 Taper 渐行渐近。6月议息会议以来，美联储官员中的鹰派声音越来越多，考虑到就业数据，三季度美联储讨论 Taper 的概率高。全球流动性拐点将至，将带动美债收益率及美元指数重回上行，需要警惕可能对 A 股市场造成的短期冲击。

国内货币政策稳字当头，关注几个重要因素。在货币政策基调并未明显变化的情况下，预计下半年货币政策大概率将保持稳健。不过，需要关注以下因素的影响：1）通胀正在引起国内外央行的关注，市场对未来通胀的持续性存在巨大分歧，一旦出现通胀超预期的情况，则可能对国内货币政策形成制约；2）下半年地方政府债券发行提速叠加 MLF 到期量增大，导致市场资金需求明显增加，可能增大短期资金面扰动，央行的对冲是关键；3）下半年国内仍处于紧信用周期，新增社融延续同比负增长，不过社融增速大概率逐渐趋于平稳。

2021 年下半年微观流动性的三个重要变化：

1) 基金发行回归常态，警惕赎回。过去两年公募基金收益可观，不过市场回撤导致基民风险偏好下降叠加市场赚钱效应减弱，2021 年二季度以来公募基金发行已经明显放缓，未来大概率继续保持一个常态水平。同时也需要关注潮水退去后，基民可能在落袋为安的诉求下赎回基金导致资金流出。

2) 北上资金：美联储货币政策变化增大短期波动。下半年人民币汇率可能受美联储政策收紧及中美经济增速差异的影响而短期走弱，进而导致北上资金放缓甚至阶段流出。不过人民币不存在大幅贬值基础，且人民币资产对外资的吸引力犹在，故不排除外资超预期的可能。

3) 重要股东减持：解禁高峰后减持可能扩张。重要股东减持规模与解禁规模的 8 周滚动数据密切相关，下半年解禁规模走势预示着减持规模可能扩张。

股市流动性展望：供给下降需求不减，存量博弈关注外资。资金供给端，公募基金上半年贡献了上万亿资金，目前发行高点已过；资管新规过渡期进入尾声，银行理财预计规模扩张有限，且权益投资仍较保守；私募基金快速扩张势头不减，且仓位高位震荡；美联储政策收敛可能导致下半年外资走弱。资金需求端，IPO 和定增预计将保持相对平稳的规模；在上半年解禁高峰后，下半年重要股东减持可能扩张。综合以上因素测算显示，2021 年下半年 A 股流动性可能呈现供需相对平衡、资金小幅流入的状态。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。3 年金融产品研究经验。目前担任策略高级分析师。

涂婧清：华东理工大学金融学硕士，2018 年加入招商证券，目前负责市场流动性和机构投资者分析。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业相对于同期市场基准（沪深 300）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业将跑赢基准
- 中性：行业基本面稳定，行业跟随基准
- 回避：行业基本面向淡，行业将跑输基准

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

Page 29

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>