

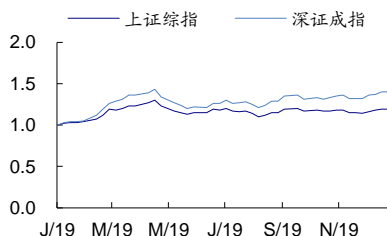
证券研究报告—深度报告

投资策略

全市场流动性分析专题

2020 年 05 月 15 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

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

北上资金再度流入，社融数据持续回升

● 市场综述：北上资金再度流入，社融数据持续回升

总体来看，4 月份全市场流动性在边际上有所改善。具体看，权益市场上重要股东减持额环比下降，二级市场上两融余额也出现了小幅的上升，互联互通资金也再度转为净流入。金融市场上，虽然公开市场操作上央行 4 月份小幅回笼资金，但央行在 4 月份通过降准向市场提供了较为充足的流动性，所以 4 月份货币市场利率持续走低，国债利率则在经历了一波下行后触底回升。实体经济方面，3 月份金融数据继续改善，其中 M1 与 M2 增速双双上行，社融数据持续回升。3 月份以来人民币对一篮子货币贬值。而美元指数波动较为剧烈。4 月份 G7 利率仍然维持低位震荡，且目前处近两年来的低位。货币政策方面，3 月份美日欧货币增速大幅上升，4 月份美日欧三国央行资产规模扩张加快。总体来看，一方面是全球经济下行压力较大对利率端存在压制，另一方面是面对本次的疫情冲击，各国央行纷纷采取了刺激力度较大的宽松政策，所以目前全球各国利率均在不断下行，整个市场仍处于低利率环境之中。但我们也看到由于对经济和企业盈利层面存在担忧，目前股票市场上成交热度依然不高，后期我们认为随着经济和企业盈利的逐渐修复，股票市场的流动性或将得到较大幅度的改善。

● 股票市场流动性：成交数据下滑，资金转为北上

4 月份权益市场上一级市场募资总额持续回升，重要股东净减持额环比下降，二级市场上成交热度依旧不高，基金股票仓位小幅下降，基金发行大幅遇冷，不过 3 月新增投资者数量环比大幅增加，4 月底以来两融余额也出现了小幅的上升，互联互通资金也再度转为净流入。

● 金融市场流动性：央行定向降准，市场利率走低

4 月央行通过广义再贷款工具向市场小幅回笼资金，并且 3 月底以来央行连续暂停公开市场逆回购操作。但央行在 4 月份通过降准向市场提供了较为充足的流动性，所以 4 月份货币市场利率持续走低，国债利率则在经历了一波下行后触底回升，期限利差也随之进一步走阔。

● 实体经济流动性：社融持续回升，信用利差下行

4 月份金融数据超出预期，继续改善。其中 M1、M2 增速双双上行，从结构上看，非金融企业新增人民币存款同比大增以及财政存款的同比大幅减少是推动 M2 增速回升的主要因素。社融数据持续回升，从结构上看，人民币贷款、企业债券以及外币贷款同比改善明显，对社融数据的贡献较大。4 月中旬以来企业信用利差开始下行。

● 全球流动性跟踪：货币增速大增，利率维持低位

4 月份人民币兑美元汇率走势震荡，对一篮子货币贬值。受全球疫情蔓延、石油价格战、美联储降息、美国疫情得到控制等因素共同影响，3 月份以来美元指数波动加剧。4 月份 G7 利率仍然维持低位震荡，且目前处近两年来的低位。从利率的走势来看，4 月份美国国债利率处于极低位运行。货币政策方面，3 月份美日欧货币增速大幅上升，4 月份美日欧三国央行资产规模扩张加快。

● 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：北上资金再度流入，社融数据持续回升	5
股票市场流动性：成交数据下滑，资金转为北上	6
一级市场：4 月份募资总额持续回升	6
产业资本：4 月份重要股东净减持额环比减少	6
二级市场：4 月份北上资金转为净流入	7
金融市场流动性：央行定向降准，市场利率走低	12
基础货币：4 月份央行广义再贷款工具小幅净回笼资金	12
货币市场：4 月份货币市场利率持续走低	14
债券市场：4 月下旬以来国债利率触底回升	16
实体经济流动性：社融持续回升，信用利差下行	18
货币供应量：4 月份 M1、M2 增速双双上行	18
社会融资需求：4 月份社融数据持续回升	18
全球流动性：货币增速大增，利率维持低位	21
全球汇率：4 月份人民币对一篮子货币贬值	21
债券市场：4 月份 G7 利率低位震荡	22
央行资产负债表：3 月份美日欧货币增速大幅上升	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: 4 月份 IPO 募资规模环比回升 (月度)	6
图 2: 4 月份一级市场融资规模环比回升 (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: 4 月份市场成交额环比下降 (月度)	8
图 7: 3 月新增投资者数量环比大幅增加 (万人)	8
图 8: 4 月份基金发行大幅遇冷 (月度)	8
图 9: 5 月以来基金股票仓位微降 (日度)	8
图 10: 4 月底以来两融余额小幅上升 (亿元)	9
图 11: 4 月底以来融资余额小幅上升 (亿元)	9
图 12: 4 月份互联互通资金转为净流入 (亿元)	9
图 13: 4 月份互联互通资金转为净流入 (亿元)	9
图 14: 陆股通资金行业持股占比情况	10
图 15: 3 月中旬以来标普 500 指数波动率下滑 (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: 4 月央行持续暂停逆回购操作 (亿元)	14
图 20: 4 月央行持续暂停逆回购操作 (%)	14
图 21: 4 月底以来 SHIBOR 利率冲高回落 (%)	14
图 22: 5 月质押式回购利率震荡走低 (%)	14
图 23: 4 月底以来长短期同业存单利率低位震荡 (%)	15
图 24: 4 月份同业拆借平均利率环比下降 (%)	15
图 25: 4 月下旬以来长短端利率触底回升 (%)	16
图 26: 4 月下旬以来期限利差进一步走阔 (日度)	16
图 27: 4 月底以来 3 个月、6 个月期限理财收益率出现上行 (%)	17
图 28: 4 月份 M1、M2 增速双双上行 (%)	18
图 29: 新增社会融资规模同比大增 (亿元)	19
图 30: 社会融资规模增速环比大增 (%)	19
图 31: 新增人民币贷款同比大增 (亿元)	19
图 32: 人民币贷款存量同比增速环比大增 (%)	19
图 33: 去年 11 月份票据贴现利率底部反弹 (%)	20
图 34: 4 月中旬以来企业信用利差小幅下行 (bp)	20
图 35: 4 月份人民币对美元汇率走势震荡 (日度)	21
图 36: 4 月份人民币对一篮子货币贬值 (周度)	21
图 37: 3 月份以来美元指数波动加剧 (日度)	22
图 38: 4 月份以来 G7 利率低位震荡 (%)	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走势震荡 (%)	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震荡下行 (%)	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走势震荡 (日度)	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 (周度)	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 (周度)	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 (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 (亿元)	10

市场综述：北上资金再度流入，社融数据持续回升

总体来看，4月份全市场流动性在边际上有所改善。4月份权益市场上一级市场募资总额持续回升，重要股东净减持额环比下降，二级市场上成交热度依旧不高，基金股票仓位微幅下降，基金发行大幅遇冷，不过3月新增投资者数量环比大幅增加，4月底以来两融余额也出现了小幅的上升，互联互通资金也再度转为净流入。综合来看，我们认为4月份股票市场流动性在边际上有所改善。

金融市场上，4月央行通过广义再贷款工具向市场小幅回笼资金，并且3月底以来央行连续暂停公开市场逆回购操作。但央行在4月份通过降准向市场提供了较为充足的流动性，所以4月份货币市场利率持续走低，国债利率则在经历了一波下行后触底回升，期限利差也随之进一步走阔。

实体经济上，4月份金融数据超出预期，继续改善。其中M1、M2增速双双上行，从结构上看，非金融企业新增人民币存款同比大增以及财政存款的同比大幅减少是推动M2增速回升的主要因素。社融数据持续回升，从结构上看，人民币贷款、企业债券以及外币贷款同比改善明显，对社融数据的贡献较大。4月中旬以来企业信用利差开始下行。

全球市场上，4月份人民币兑美元汇率走势震荡，对一篮子货币贬值，美元指数波动加剧。4月份G7利率仍然维持低位震荡，且目前处近两年来的低位。从利率的走势来看，4月份美国国债利率处于极低位运行。货币政策方面，3月份美日欧货币增速大幅上升，4月份美日欧三国央行资产规模扩表加快。

表 1：月度、周度流动性指标汇总

市场	市场细分	指标名称	4月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↑		成交数据下滑，资金转为北上
		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	↑		央行定向降准，市场利率走低
		广义再贷款工具净投放（SLF+MLF+PLF）	↓		
	货币市场	公开市场操作净投放（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）	↓	↑	社融持续回升，信用利差下行
		M1同比	↑		
	货币供应量	M2同比	↑		
海外市场	社会融资需求	社融累计同比增速	↑		货币增速大增，利率维持低位
		全球汇率	↓	-	
	货币供应量	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	↑		
		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：成交数据下滑，资金转为北上

4 月份权益市场上一级市场募资总额持续回升，重要股东净减持额环比下降，二级市场上成交热度依旧不高，基金股票仓位微幅下降，基金发行大幅遇冷，不过 3 月新增投资者数量环比大幅增加，4 月底以来两融余额也出现了小幅的上升，互联互通资金也再度转为净流入。综合来看，我们认为 4 月份股票市场流动性在边际上有所改善。

一级市场：4 月份募资总额持续回升

4 月一级市场股票市场募集资金总额 991 亿元（包括 IPO、增发和配股），环比小幅上升 3.3%。从结构上看，股票市场融资以增发为主，当月共募集 740 亿元，环比小幅下降 4.8%，占总募集资金的比重为 75%；IPO 募集资金总额 186 亿元，环比增长 86.6%，占总募集资金的比重为 19%。总体来看，4 月份一级市场募资规模环比小幅回升，处于 2018 年以来的中等偏上水平。

图1：4月份IPO募资规模环比回升（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：4月份一级市场融资规模环比回升（月度）

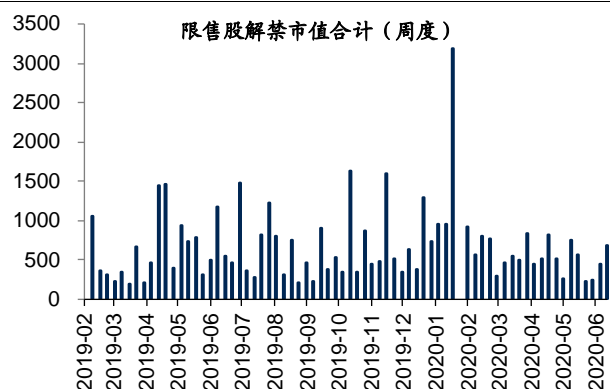


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业资本：4 月份重要股东净减持额环比减少

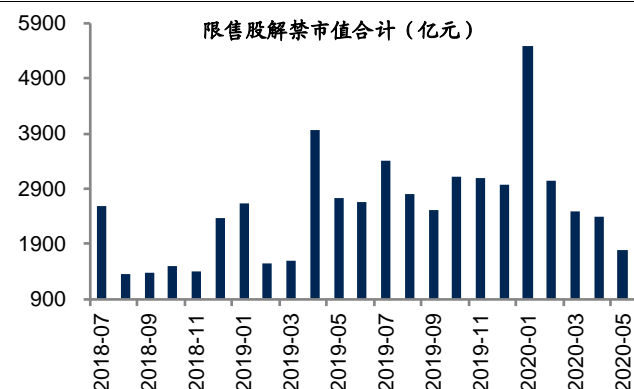
限售解禁：4 月解禁市值下降，预计 5 月市场解禁压力进一步降低。4 月限售股解禁市值 2388 亿元，环比下降 108 亿元。截至 5 月 14 日，当周限售股解禁市值 742 亿元，预计下周解禁市值 571 亿元，5 月份预计限售股解禁市值为 1795 亿元，环比下降 594 亿元。从趋势上看，在经历年初 1 月的解禁低潮后，市场解禁市值自 2 月份开始有所下滑，目前已经连续四个月下滑，表明市场面临的解禁压力有所缓解。

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

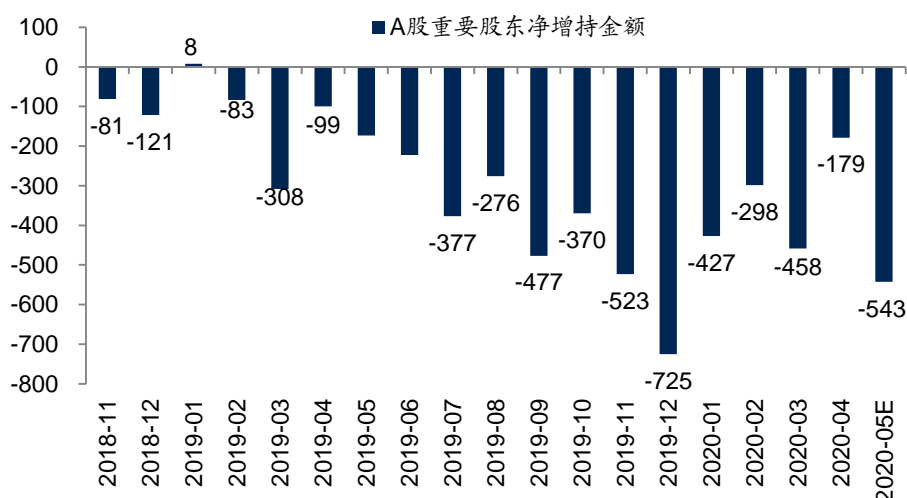
图4: 限售股解禁市值统计 (月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

重要股东减持: 4月重要股东净减持额环比大幅减少, 预计5月二级市场净减持额再度增加。4月重要股东二级市场增持53亿元, 减持231亿元, 净减持179亿元, 净减持额环比减少280亿元。截至5月14日, 5月二级市场重要股东净减持额为204亿元, 按当前趋势, 预计5月净减持额累计为543亿元, 即重要股东二级市场5月减持额将再度增加。

图5: 重要股东二级市场净增持 (亿元)



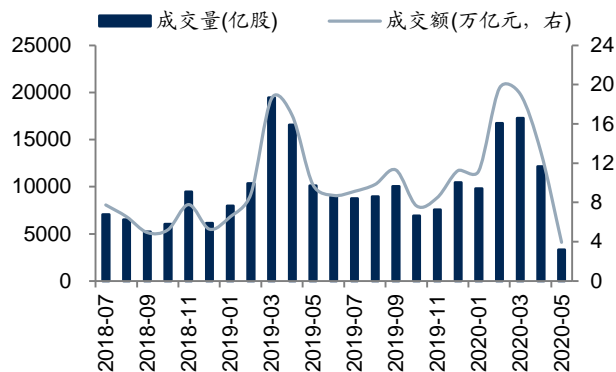
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

二级市场: 4月份北上资金转为净流入

全部A股交易: 4月份市场成交额持续下降。4月份全部A股成交量为12155亿股, 环比下降5121亿股, 成交额为13.2万亿元, 环比下降5.9万亿元。从趋势上看, 去年11月以来, 市场成交额稳步回升, 2月份市场交易额在两年以来仅次于2019年3月, 市场情绪高涨, 不过也是自2月份达到高点开始, 两市成交数据逐渐回落, 且自3月底以来基本就持续在底部徘徊。截止5月14日, 当月全部A股成交量和成交额分别为3315亿股和3.9万亿元, 日均成交热度依旧不高。

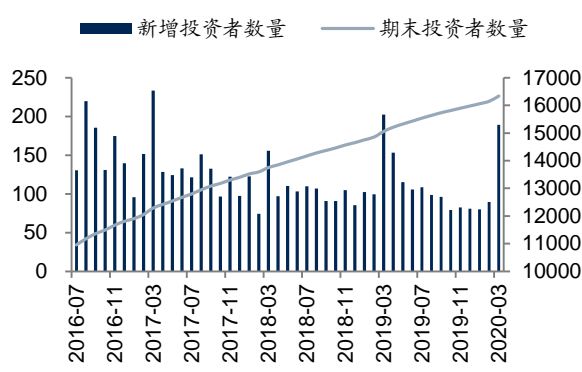
新增投资者：3月新增投资者数量环比大幅增加。3月份新增投资者189万人，环比增加111.2%，截止3月底，期末投资者数量为16334万人。从变化趋势来看，单月新增投资者数量在2018年3月份陡然上升，达到2017年以来的次高点，其后几个月便开始逐渐回落，去年10月以来新增投资者数量在低位有所企稳。

图6：4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7：3月新增投资者数量环比大幅增加（万人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新发基金规模：4月份基金发行大幅遇冷。4月新发基金（股票型+混合型）规模为405亿元，环比下滑629亿元。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月份开始回升。今年2月新发基金规模创2018年中的新高，3月开始再度下滑。分解来看，4月份混合型基金发行277亿元，股票型基金发行128亿元。

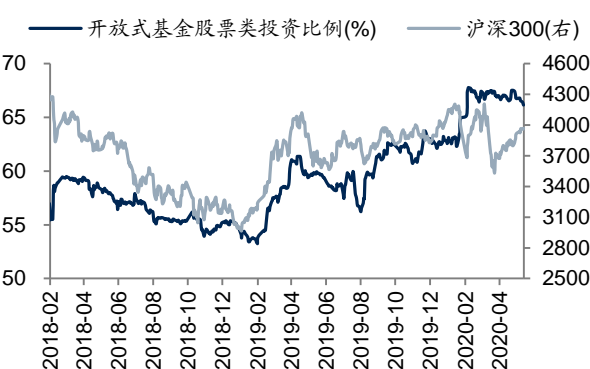
基金股票仓位：5月以来基金股票仓位小幅下降。截止5月13日，开放式基金股票类投资比例为66.1%，本月平均为66.5%，4月平均为67.0%。从趋势上看，去年年初以来，开放式基金股票类投资比例随着沪深300指数低位反弹而持续提高，于4月初一度回升至60%之上，然而4月中下旬以来随着大盘的调整，基金股票仓位同样出现了震荡式的调整，随后8月份开始，基金股票仓位再度震荡上行。今年1月以来，沪深300指数在疫情冲击下下挫，开放式基金股票类投资比例也在整体上出现下滑，不过当前来看该比例仍处于近两年来的高位。

图8：4月份基金发行大幅遇冷（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：新发基金数据wind每月会进行细微的修正

图9：5月以来基金股票仓位微降（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

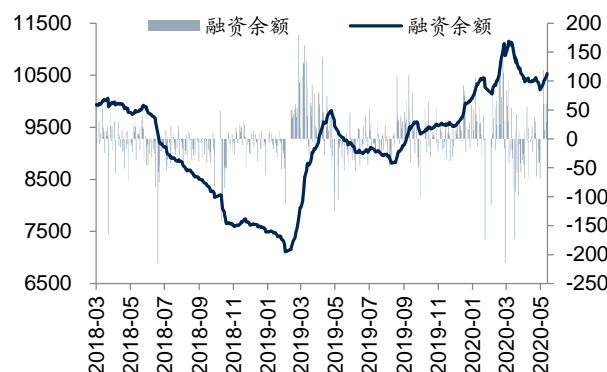
融资融券余额：4月底以来两融余额小幅上升。截至5月13日，融资融券余额为10780亿元，相比上月末小幅增加350亿元，融资余额10532亿元，相比上月末增加316亿元。日度高频数据显示，去年8月份以来，随着指数的阶段性反弹两融余额为代表的杠杆资金开始震荡回升，12月以来加速回升，3月在全球流动性紧张引发的大跌下急挫，不过今年4月底以来我们发现两融余额出现了小幅的上升。

图 10：4月底以来两融余额小幅上升（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

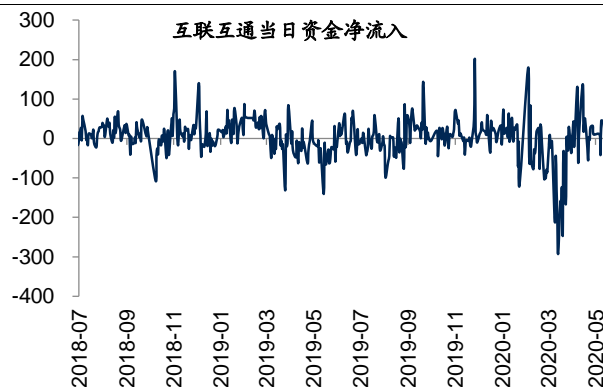
图 11：4月底以来融资余额小幅上升（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

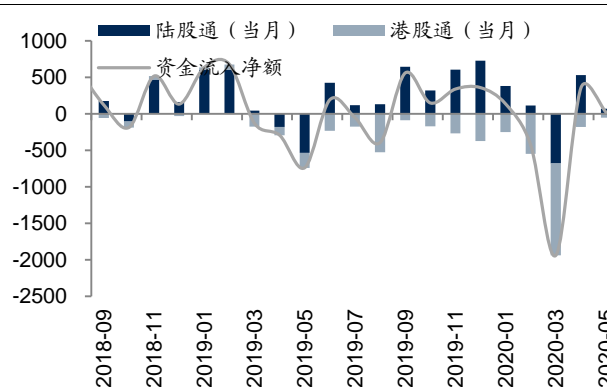
互联互通机制：4月份互联互通资金转为净流入。4月份互联互通机制资金净流出354.7亿元，相比3月份的净流出1941.2亿元出现好转。5月份以来，北上资金仍维持流入态势，截至5月13日，当月互联互通资金净流入20.8亿元。日度高频数据显示，2019年3月至8月，互联互通资金大多时间区间里均维持净流出状态，9月份开始，北上资金连续5个月净流入。今年以来，互联互通资金在疫情蔓延的恐慌情绪下一度大幅流出，不过4月份开始北上资金再度重新流入。

图 12：4月份互联互通资金转为净流入（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：4月份互联互通资金转为净流入（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从陆股通持股行业占比的变化来看，近半年来各行业资金占比比较稳定，变化较大的行业有医药生物(2.2%)、计算机(1.6%)、电子(1.5%)、电气设备(0.8%)、银行(-2.2%)、非银金融(-2.2%)、交通运输(-1.0%)。从陆股通持股行业占比的绝对值来看，资金在行业间的分布集中度较高，且较为稳定。具体来看，占比前四大行业分别是食品饮料(18.7%)、医药生物(12.8%)、家用电器(9.9%)、银行(7.7%)，截至5月13日，上述四个行业整体占比为49.1%，集中度较4月末小幅提升。

从陆股通持股公司来看，持股风格变化不大，截至 5 月 13 日，持仓市值前 20 家公司依旧以下游的食品饮料、家用电器等消费行业龙头和金融、医药行业龙头为主。

图 14：陆股通资金行业持股占比情况

行业	2020/5/13	2020/4/29	2020/3/31	2020/2/29	2020/1/31	2019/12/31	2019/11/30	2019/10/31
食品饮料	18.7%	18.3%	17.4%	16.2%	16.0%	17.1%	18.0%	19.2%
医药生物	12.8%	12.9%	12.8%	11.1%	10.6%	9.7%	10.3%	10.6%
家用电器	9.9%	9.6%	9.7%	10.3%	11.1%	11.4%	10.9%	10.8%
银行	7.7%	8.2%	8.6%	8.3%	9.1%	9.7%	9.8%	9.9%
电子	6.8%	6.4%	6.0%	7.1%	7.2%	6.2%	6.1%	5.4%
非银金融	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.3%	8.6%	8.3%	8.7%
计算机	3.5%	3.3%	3.3%	3.5%	2.8%	2.2%	2.1%	1.9%
机械设备	2.9%	2.8%	2.6%	2.8%	2.6%	2.7%	2.5%	2.4%
电气设备	2.9%	2.8%	2.7%	3.0%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
建筑材料	2.8%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	3.0%	2.8%	2.5%
房地产	2.7%	3.0%	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%	3.2%	3.2%
交通运输	2.7%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.6%	3.7%	3.8%
汽车	2.5%	2.3%	2.5%	2.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.7%
农林牧渔	2.2%	2.4%	2.6%	2.2%	1.9%	1.9%	2.2%	2.3%
公用事业	2.2%	2.3%	2.6%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%
化工	1.9%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	1.8%	1.6%
休闲服务	1.8%	1.9%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%	2.0%
传媒	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
通信	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%
建筑装饰	1.2%	1.3%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
有色金属	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%
轻工制造	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
商业贸易	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
钢铁	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
采掘	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
综合	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
国防军工	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
纺织服装	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：比上月占比上升的行业用灰色标示

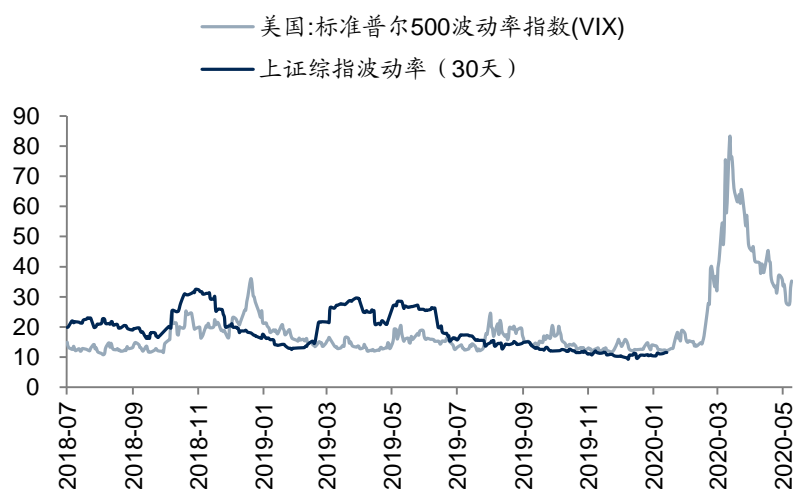
表 2：陆股通持仓市值前 20 名公司（亿元）

代码	名称	行业	持仓市值	相对基期持仓变化		
			2020/5/13	2020/3/31	2019/12/31	2019/9/30
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1416	297	205	260
000333.SZ	美的集团	家用电器	667	145	-19	143
000651.SZ	格力电器	家用电器	555	75	-32	144
601318.SH	中国平安	非银金融	512	13	-175	-138
000858.SZ	五粮液	食品饮料	505	143	59	124
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	484	21	24	72
600036.SH	招商银行	银行	321	30	-61	-10
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	253	20	-22	46
601888.SH	中国国旅	休闲服务	243	55	25	18
000001.SZ	平安银行	银行	228	14	-19	6
603288.SH	海天味业	食品饮料	228	71	88	81
600900.SH	长江电力	公用事业	213	-3	-21	-15
600887.SH	伊利股份	食品饮料	191	-10	-37	-4
002415.SZ	海康威视	电子	182	43	-11	-11
600009.SH	上海机场	交通运输	159	14	-36	-50
600031.SH	三一重工	机械设备	153	43	40	49
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	136	13	82	96
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	135	25	41	52
002475.SZ	立讯精密	电子	134	43	20	77
603259.SH	药明康德	医药生物	134	46	81	95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

市场波动率：3月中旬以来标普 500 指数波动率下滑。截至 5 月 13 日，标普 500 波动率指数为 35.3，相比上月继续下降，但仍处近年来的较高位置；截止 1 月 17 日，上证综指波动率为 11.6，相比 12 月底继续小幅上升 1.1。从日度高频数据走势来看，去年年初以来上证综指波动率走势较为震荡，在 8 月份达到年内高点后开始震荡下行，目前来看上证综指波动率仍处于历史较低位。

图 15：3 月中旬以来标普 500 指数波动率下滑（日度）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

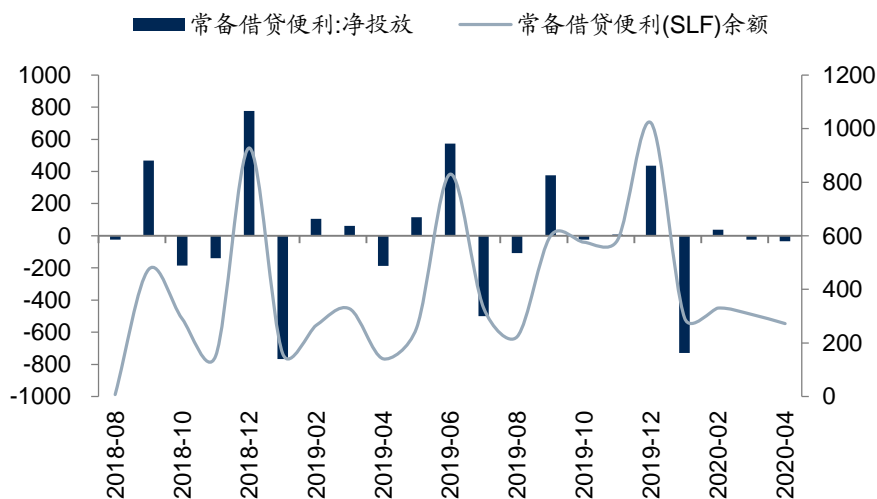
金融市场流动性：央行定向降准，市场利率走低

整体来看，4月央行通过广义再贷款工具向市场小幅回笼资金，并且3月底以来央行连续暂停公开市场逆回购操作。但与此同时，央行在4月份通过降准向市场提供了较为充足的流动性，所以从利率的角度看，4月份货币市场利率持续走低，国债利率则在经历了一波下行后触底回升，期限利差也随之进一步走阔。

基础货币：4月份央行广义再贷款工具小幅净回笼资金

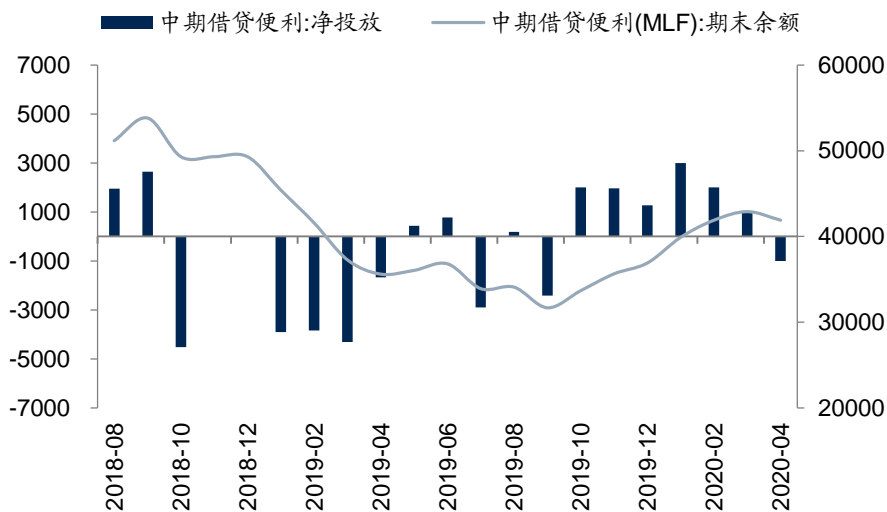
广义再贷款工具：4月广义再贷款工具小幅净回笼资金。4月央行通过SLF操作小幅净回笼基础货币34亿元，SLF期末余额降至272亿元；MLF操作当月净回笼基础货币1000亿元，期末余额降至41900亿元；3月份央行PSL操作小幅回笼126亿元，期末余额降为35450亿元。整体来看，4月央行通过广义再贷款工具向市场回笼资金1160亿元，在连续6个月通过广义再贷款工具持续向市场净投放资金后转为小幅净回笼资金。

图 16: SLF 操作及余额 (亿元)



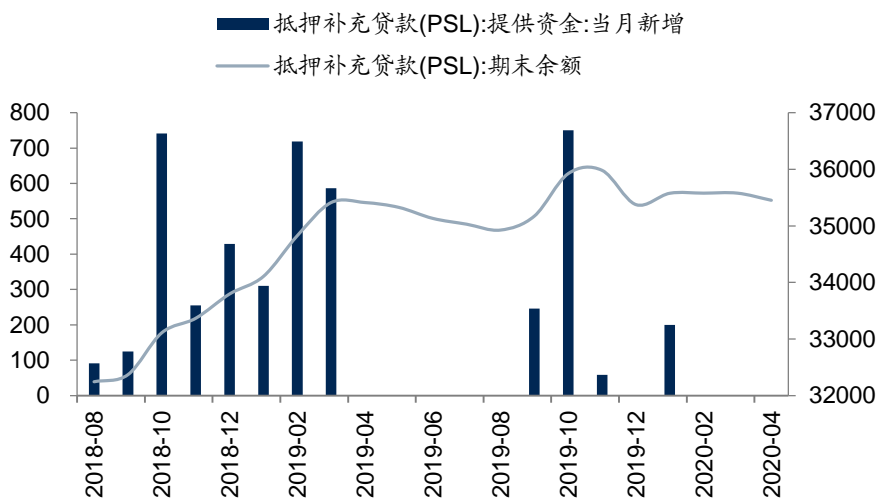
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: MLF 操作及余额 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: PLF 操作及余额 (亿元)

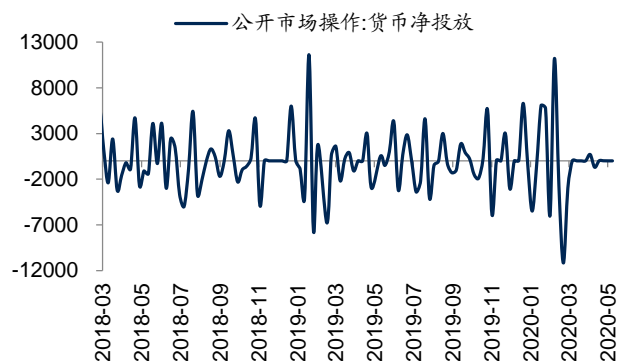


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公开市场操作(逆回购): 3 月底以来央行连续暂停公开市场逆回购操作。考虑到目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,央行自 3 月底以来已经连续 30 个交易日暂停了逆回购操作。因此逆回购加权平均利率当前依然维持 3 月 31 日的 2.2% 水平。

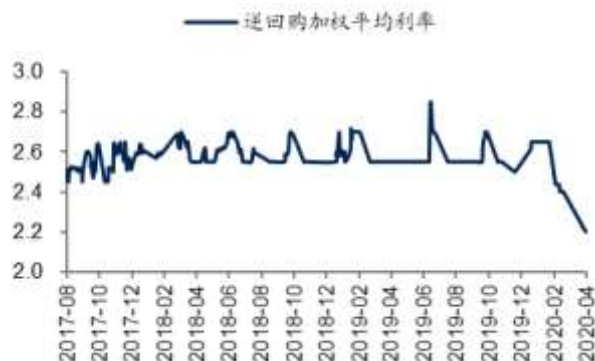
虽然公开市场操作上央行 4 月份小幅回笼资金,但央行在 4 月份通过降准向市场提供了较为充足的流动性。4 月 3 日央行发布公告,宣布将于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次对中小银行进行定向降准,每次下调 0.5 个百分点,共释放长期资金约 4000 亿元。此外,央行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。

图19: 4月央行持续暂停逆回购操作 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 4月央行持续暂停逆回购操作 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

货币市场: 4月份货币市场利率持续走低

SHIBOR 隔夜利率: 4月底以来 SHIBOR 利率冲高回落。截至5月13日, SHIBOR 隔夜利率为0.71%, 本月至今平均0.97%, 4月平均1.00%。去年年中以来, SHIBOR 利率波动明显加大, 一度于7月初创近10年新低, 随后 SHIBOR 利率开始触底回升, 并于7月底快速升至去年下半年来高位。去年11月中旬以来 SHIBOR 利率总体处于震荡下行趋势, 在上个月底大幅上升后于本月再度回落, 当前来看, SHIBOR 利率仍处于历史低位水平。

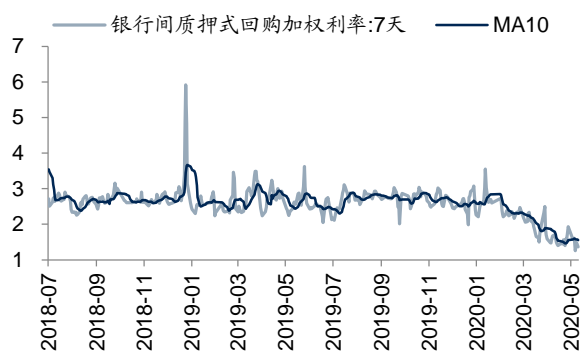
银行间质押式回购加权利率: 5月份以来质押式回购利率震荡走低。截至5月13日, 7天银行间质押式回购加权利率为1.37%, 本月至今平均为1.47%, 4月平均为1.57%。从变化趋势来看, 去年8月以来质押式回购利率的总体波动大幅降低, 岁末年初市场利率波动相对较大, 不过节后2月3月利率连续走低, 目前处于近一年来的底部位置。

图21: 4月底以来SHIBOR利率冲高回落 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 5月质押式回购利率震荡走低 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

同业存单到期收益率：4月底以来长短期同业存单利率低位震荡。截止5月13日，1个月同存利率为1.09%，本月平均1.07%，上月平均1.07%，1个月和6个月期限利差为30bp，较4月底小幅下滑5bp。日度高频数据显示，去年7月份开始，各期限同业存单的收益率稳中有升，随后在11月开始，各期限同业存单利率出现较为显著的下行趋势，4月底以来长短期同业存单利率在底部震荡，并且当前已经创下了2017年中旬以来的新低。从利差的角度看，今年2月初的利率急剧下行中，期限利差走阔，3月底以来期限利差再度缩小。

图 23：4月底以来长短期同业存单利率低位震荡（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

银行间同业拆借加权平均利率：4 月份同业拆借平均利率环比继续下降。4 月银行间同业拆借加权平均利率为 1.11%，环比再度下降 29 个 bp。从趋势上看，2018 年 4 月份开始，银行间同业拆借加权利率震荡下行，不过去年 7、8 月份该利率自低位一度回升，达到阶段性高点后进入下行通道，截止今年 4 月已是连续六个月下降。

图 24：4 月份同业拆借平均利率环比下降（%）

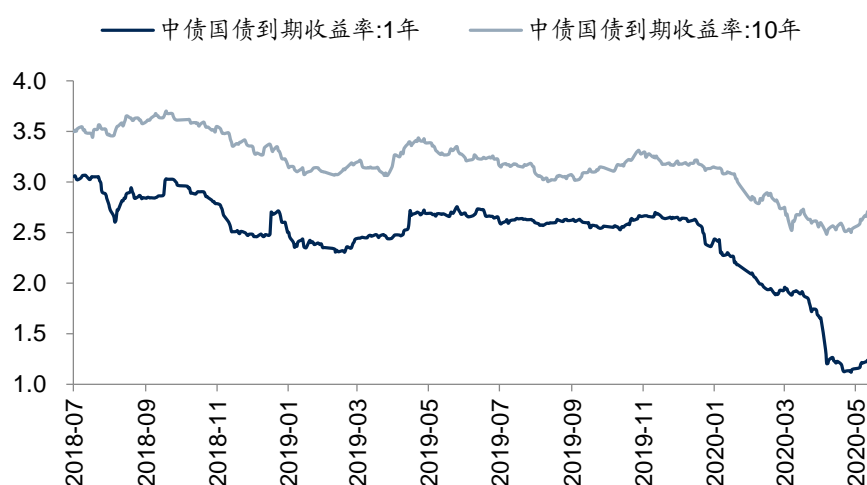


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

债券市场：4月下旬以来国债利率触底回升

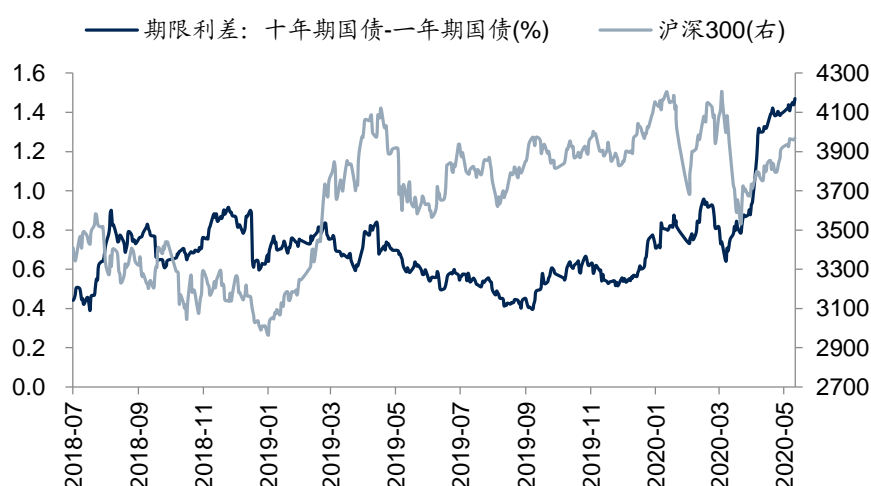
国债到期收益率：4月下旬以来1年期、10年期利率触底回升，期限利差进一步走阔。截至5月13日，1年期国债到期收益率为1.24%，10年期国债到期收益率为2.71%，相比上月末分别上行9bp和17bp。日度高频数据显示，去年11月份以来1年期、10年期利率下行趋势较为显著，不过在4月底5月初长短端利率双双走高。从期限利差的角度看，由于1年期国债下行斜率更加陡峭，长短期利差不断走阔，截至5月13日，长短期利差为147bp，处于近两年的高位。

图 25：4月下旬以来长短期利率触底回升（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

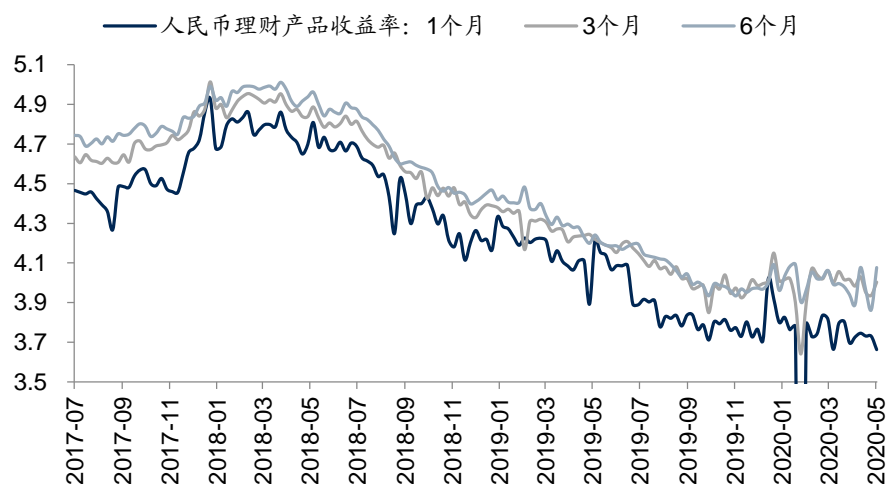
图 26：4月下旬以来期限利差进一步走阔（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

理财产品预期年收益率：4月底以来3个月、6个月期限理财收益率出现上行。截至5月10日，1个月、3个月、6个月理财产品预期收益率分别为3.66%，4.00%，4.08%，相比4月末分别变化-7bp、5bp、12bp。从趋势来看，2018年4月份以来各期限理财产品收益率集体下行趋势较为显著，今年年初各期限理财收益率震幅较大，目前来看，各期限理财产品的收益率依然处于2017年中旬以来的极低位。

图 27：4月底以来3个月、6个月期限理财收益率出现上行（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

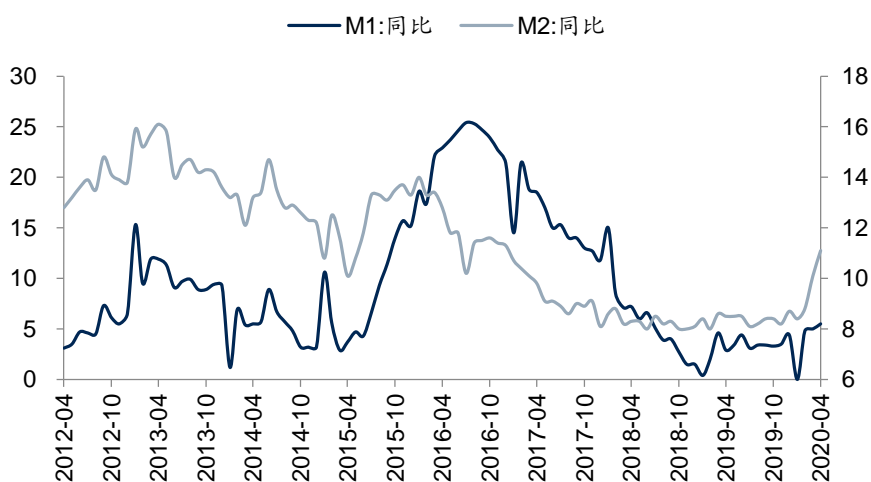
实体经济流动性：社融持续回升，信用利差下行

4 月份金融数据超出预期，继续改善。其中 M1、M2 增速双双上行，从结构上看，非金融企业新增人民币存款同比大增以及财政存款的同比大幅减少是推动 M2 增速回升的主要因素。社融数据持续回升，从结构上看，人民币贷款、企业债券以及外币贷款同比改善明显，对社融数据的贡献较大。4 月中旬以来企业信用利差开始下行。

货币供应量：4 月份 M1、M2 增速双双上行

货币供应量同比增速：4 月份 M1、M2 增速双双上行。M1 是反映企业流动资金状况的重要指标，4 月 M1 同比增速 5.5%，相比上月小幅回升 0.5 个百分点。M2 增速反映了社会信用扩张速度，4 月广义货币供应量(M2)同比增速为 11.0%，相比 3 月份大幅回升 0.9%。我们认为，4 月份货币增速在货币宽松下有所提振。从结构上看，非金融企业新增人民币存款同比大增以及财政存款的同比大幅减少是推动 M2 增速回升的主要因素。

图 28：4 月份 M1、M2 增速双双上行（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

社会融资需求：4 月份社融数据持续回升

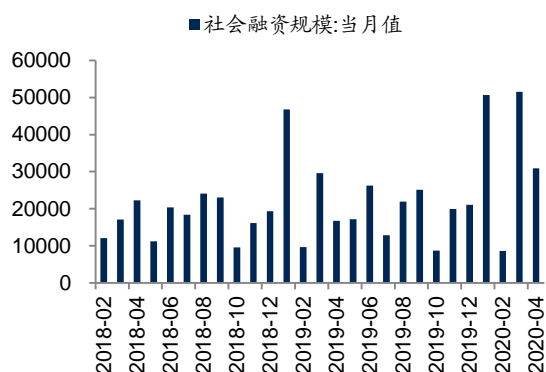
金融机构人民币贷款：4 月份金融机构新增人民币贷款 17000 亿元，预期 13000 亿元，同比多增 6818 亿元。从细分项来看，票据融资当月新增 3910 亿元，同比多增 2036 亿元；居民短期贷款当月新增 2280 亿元，同比多增 1187 亿元；居民中长期贷款当月新增 4389 亿元，同比多增 224 亿元；企业短期贷款减少 62 亿元，同比少减 1355 亿元；企业中长期贷款 5547 亿元，同比多增 2724 亿元；非银金融机构贷款增加 404 亿元，同比少增 1013 亿元。总体而言，4 月份新增人民币贷款数据远高于预期值和去年同期值，结构上整体有所好转。具体看，4 月企业和居民户短期与中长期贷款同比均出现了较大幅度的改善，而非银金融机构的当月贷款同比依然有所减少。

社会融资规模：社会融资规模代表了实体经济从金融体系获得的资金总量，其中人民币贷款可以很好地衡量实体信用扩张或者收缩的趋势。4 月社融当月新

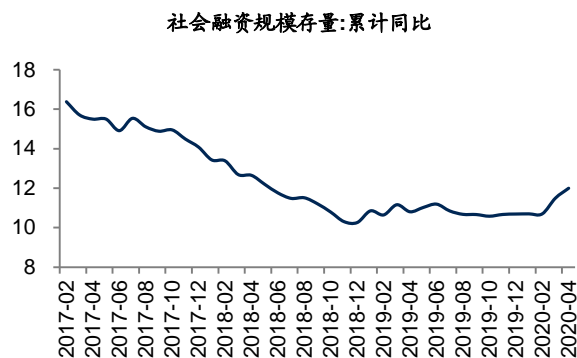
增值 30900 亿元，高于市场预期的 26500 亿元，同比多增 14200 亿元，存量 265.2 万亿元，同比增长 12.0%，相比上月提升了 0.5 个百分点。其中，人民币贷款当月新增 16200 亿，同比多增 7506 亿元。表外融资中，未贴现票据当月增加 577 亿元，同比多增 934 亿元；委托贷款当月减少 579 亿元，同比少减 618 亿元；信托贷款当月增加 23 亿元，同比少减 106 亿元。当月企业债券融资新增 9015 亿元，同比多增 5066 亿元，政府债券（含国债、地方政府一般债及地方政府专项债）3357 亿元，同比少增 1076 亿元。当月新增外币贷款增加 910 亿元，同比多增 1240 亿元。

从细分项增速来看，4 月份社融成分中人民币贷款同比增速为 13.1%，相比上月上升了 0.4 个百分点；企业债券同比增速为 19.4%，相比上月提升 2.0%，政府债券与非金融企业境内股票融资同比增速分别为 15.2% 和 6.0%，相比上月减少 0.6% 和 0%；未贴现银行承兑汇票和委托贷款同比增速分别为 -14.1% 和 -6.1%，跌幅相比上月收窄，表明其对社融增速的拖累作用减小；信托贷款同比增速为 -5.8%，跌幅小幅扩大。

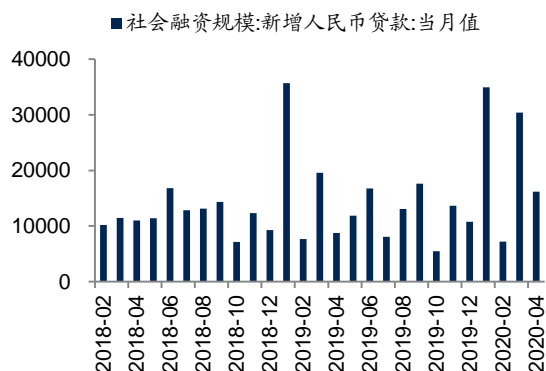
总体来看，4 月份社融数据持续回升。从结构上看，人民币贷款、企业债券以及外币贷款同比改善明显，对社融数据的贡献较大，而信托贷款、政府债券当月同比数据有所收缩。

图29：新增社会融资规模同比大增（亿元）


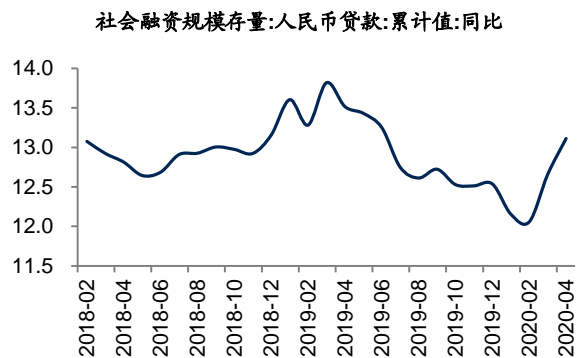
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：社会融资规模增速环比大增（%）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：新增人民币贷款同比大增（亿元）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

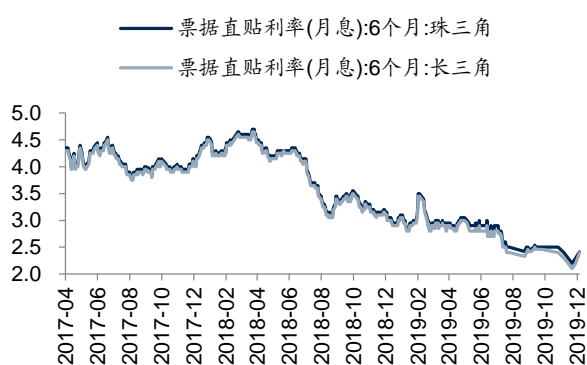
图32：人民币贷款存量同比增速环比大增（%）


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

票据贴现利率：去年 11 月份票据贴现利率底部反弹。该利率体现了实体经济货币需求的成本价格。截至 2019 年 12 月 5 日，珠三角地区 6 个月票据贴现利率为 2.41%，长三角为 2.40%，相比上月末分别上升 0.11% 和 0.2%。从变化趋势来看，2018 年 3 月份以来，票据贴现利率整体下行趋势较为显著，虽然 2019 年 8 月份珠三角和长三角地区票据贴现利率下行趋缓甚至出现阶段性的反弹，但当前来看该利率依然处于下行趋势之中，并处于历史底部位置。

企业信用利差：4 月中旬以来企业信用利差开始下行。4 月底 AA 级产业债信用利差中位数为 317bp，环比上升 13bp。截至 5 月 13 日，信用利差回落至 306bp。从趋势上看，去年 11 月份以后企业信用利差持续上行，不过自今年 2 月以来，企业信用利差走势开始震荡，并且 4 月中旬以来企业信用利差小幅下行。

图33：去年11月份票据贴现利率底部反弹（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图34：4月中旬以来企业信用利差小幅下行（bp）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全球流动性：货币增速大增，利率维持低位

4 月份人民币兑美元汇率走势震荡，对一篮子货币贬值。受全球疫情蔓延、石油价格战、美联储降息、美国疫情得到控制等因素共同影响，3 月份以来美元指数波动加剧。4 月份 G7 利率仍然维持低位震荡，且目前处近两年来的低位。从利率的走势来看，4 月份美国国债利率处于极低位运行。货币政策方面，3 月份美日欧货币增速大幅上升，4 月份美日欧三国央行资产规模扩张加快。

全球汇率：4 月份人民币对一篮子货币贬值

人民币汇率：4 月份人民币兑美元汇率走势震荡，对一篮子货币贬值。截至 5 月 13 日，人民币兑美元汇率中间价报 7.09，本月平均 7.08，4 月平均 7.07。人民币汇率指数（参考 BIS 货币篮子）5 月 8 日报 97.5，4 月平均 97.9。总体来看，4 月份以来，人民币对美元中间价基本维持高位震荡，对一篮子货币汇率略有贬值。

图35：4 月份人民币对美元汇率走势震荡（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

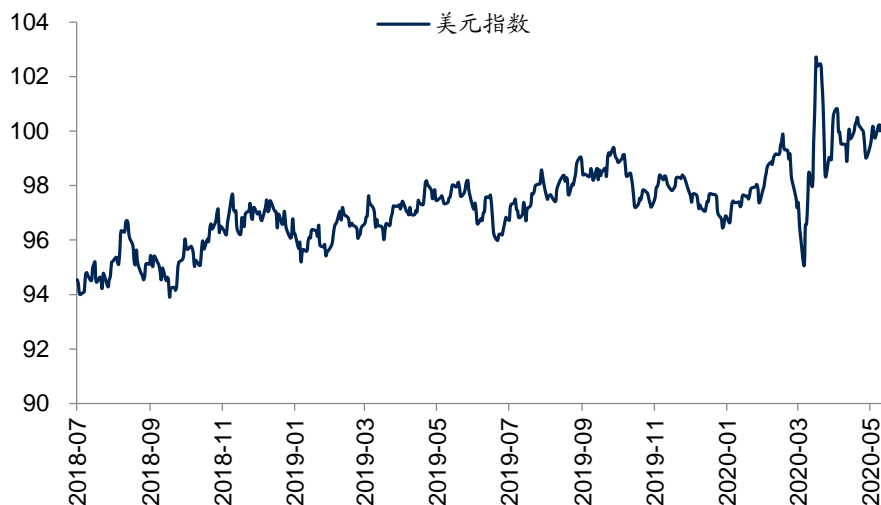
图36：4 月份人民币对一篮子货币贬值（周度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美元指数：3 月份以来美元指数波动加剧。截至 5 月 13 日，DXY 美元指数为 100.2，相比上月末上升 1.2，本月平均为 99.8，4 月平均为 99.9。总体来看，3 月份美元指数波动加剧，略有升值。我们认为美元指数的走势可分为以下几个阶段：（1）3 月初，欧洲疫情逐渐蔓延，美国也未能独善其身，美联储在 3 月份 FOMC 议息会议之前连续两次紧急降息至零利率，同时加大 QE 量化宽松规模，美元指数承压大跌。（2）3 月中旬，石油减产计划谈判失败，油价大跌，引发全球股市和大宗商品的大跌。全球流动性危机显现，避险情绪下大量美元回流，美元指数触底后冲至高位。（3）3 月下旬，美联储开启无限量化宽松计划，新冠肺炎疫情对美国就业的冲击显现，初请失业金人数暴增，美元指数急剧下滑。（4）4 月初美国疫情新增确诊人数得以控制，并且在 4 月底开始震荡下跌，美元开始小幅升值。总之，在上述因素的共同影响下，3 月份以来美元指数波动加剧。

图 37：3 月份以来美元指数波动加剧（日度）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

债券市场：4 月份 G7 利率低位震荡

G7 国家十年期国债加权平均利率：该利率是以 G7 国家的 GDP 为权重计算十年期国债加权平均收益率。截至 5 月 13 日，G7 国家十年期国债加权平均利率为 0.42%，本月平均为 0.44%，上月平均为 0.46%。从变化趋势看，全球加权平均利率在 2018 年 11 月份达到高点后开始趋势下行，而 2019 年 10 月份开始震荡向上，今年 1 月下旬以来 G7 加权利率再度大幅下行，且目前处近两年来的低位。

图 38：4 月份以来 G7 利率低位震荡（%）

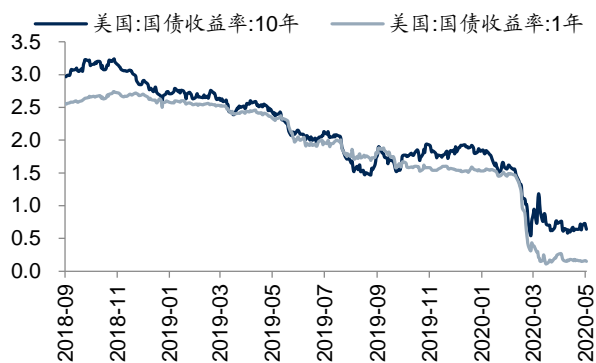


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

长短期国债利率：4 月份美国国债利率处于极低位运行。截至 5 月 13 日，美国 10 年期国债利率大幅降至 0.64%，1 年期国债利率大幅下行至 0.15%，利差 0.49%。德国 10 年期债券利率-0.51%，1 年期债券利率-0.64%，利差 0.13%。日本 10 年期债券利率-0.03%，1 年期债券利率-0.18%，利差 0.18%。从趋势上来看，去年 7 月份开始，全球各央行纷纷开启降息模式，美日德长短端利率

下行，期限利差亦不断缩窄，9月初之后，三个国家的利率（尤其是长端利率）出现了一定程度的回升，期限利差同样开始走扩，而今年1月份以来，长短端利率大幅下行，期限利差一度触底，3月份以来冲高回落。

图39：美国长短期国债收益率比较（%）



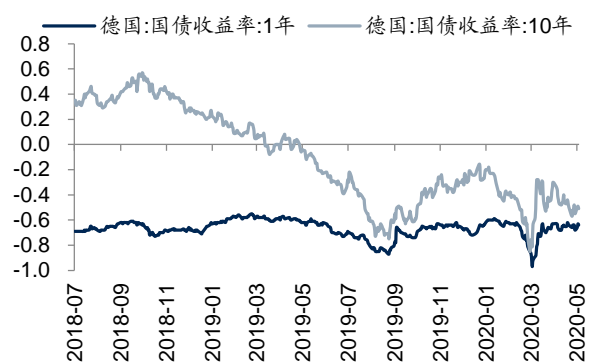
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：美国长短期国债期限利差走势震荡（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图41：德国长短期国债收益率比较（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图42：德国长短期国债利差震荡下行（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图43：日本长短期国债收益率比较（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图44：日本长短期国债利差走势震荡（日度）



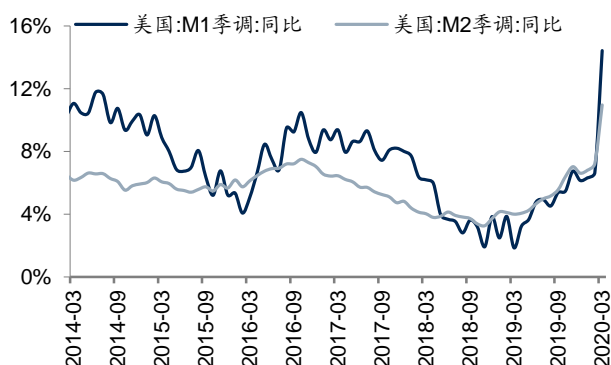
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

央行资产负债表：3月份美日欧货币增速大幅上升

货币供应量同比增速：3月份美日欧货币增速大幅上升。具体来看，美国3月狭义货币供应量(M1)同比增速14.4%，广义货币供应量(M2)同比增速11.0%；欧元区3月狭义货币供应量(M1)同比增速10.2%，广义货币供应量(M2)同比增速7.3%；日本3月狭义货币供应量(M1)平均余额同比增速6.3%，广义货币供应量(M2)平均余额同比增速3.3%。

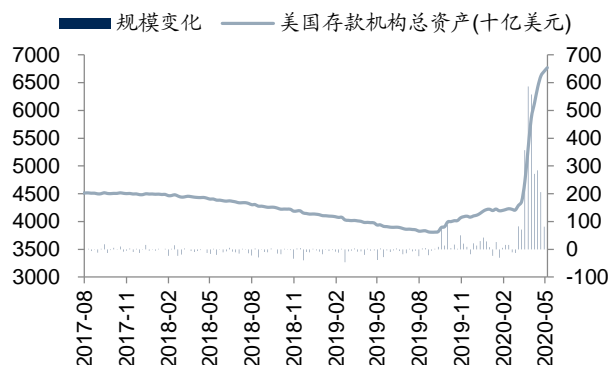
央行资产负债表：4月份美日欧央行加速扩表。3月以来，美联储、日本央行与欧洲央行资产规模急升，扩表进程加快。高频数据显示，自2019年9月份以来，美联储资产规模开启新一轮上行，今年年初资产规模暂时企稳，而近期在疫情冲击下美联储加大QE购买规模，资产负债表规模加速扩张。

图45：美国货币供应量（季调）同比增速（%）



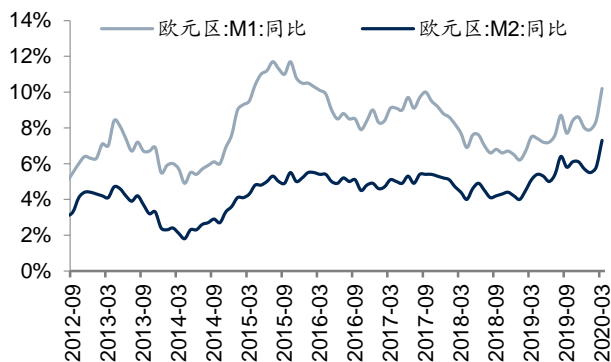
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图46：美联储资产负债表总资产规模变化（周度）



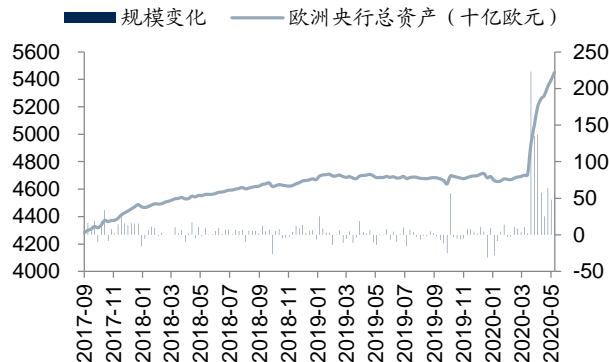
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图47：欧元区货币供应量同比增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图48：欧洲央行资产负债表总资产规模变化（周度）



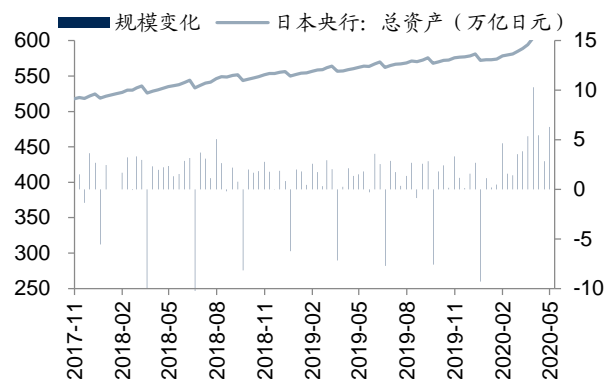
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 日本货币供应量(季调)同比增速(%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图50: 日本央行资产负债表总资产规模变化(周度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032