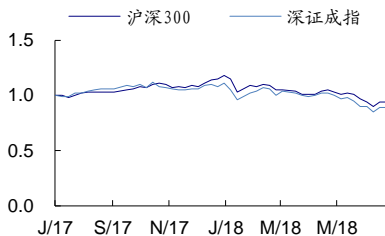


一年沪深300与深圳成指走势比较

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号：S0980516080002

联系人：战迪

电话：010-88005309

E-MAIL: zhandi@guosen.com.cn

联系人：朱成成

电话：010-88005319

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

联系人：许茹纯

电话：010-88005315

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

市场利率普遍上行，金融数据远超预期

● 市场综述：市场利率普遍上行，金融数据远超预期

总体来看，3月份全市场资金面中性偏松。股票市场上一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持创新高，二级市场上北上资金自3月初以来连续两月持续净流出，但另一方面股市成交数据持续冲高，新增投资者数量加速上升，两融余额也向上突破9000亿元大关。因此我们认为3月份以来股票市场流动性中性偏松。金融市场层面，3月份央行通过广义再贷款工具和逆回购净回笼天量资金，货币市场和债券市场各利率均出现了一定程度回升。我们认为一季度货币政策例会中重提把好货币供给总闸门意味着货币政策或已经出现微调，在经济基本面及紧信用环境逐渐修复的背景下，松紧适度意味着货币政策最宽松时期已然过去，金融市场利率下行空间有限，流动性边际趋紧。3月分M1、M2、社融增速全线回升，金融数据远超预期，全面改善，票据贴现利率自3月中下旬以来再度走低，企业信用利差震荡下行。整体来看，社融增速回升的趋势比较明显，我们认为随着宽信用政策持续发挥效果和企业信贷需求的恢复，叠加去年二三季度的低基数，预计后续社融增速将继续回升。3月至今美元指数维持高位震荡，G7利率4月份以来小幅回升。从各国利率的走势来看，4月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。3月份美日央行双双缩表，欧央行扩表。

● 股票市场流动性：北上资金小幅流出，成交数据持续冲高

3月份一级市场募资总额大幅下降，产业资本中重要股东净减持创新高，二级市场权益市场上北上资金自3月初以来连续两月持续净流出，但另一方面股市成交数据持续冲高，大股东减持节奏也将放缓，新增投资者数量加速上升，基金股票仓位震荡上行，两融余额代表的杠杆资金也向上突破9000亿元大关，表明市场活跃度仍然较高。因此综合来看，我们认为3月份以来股票市场流动性中性偏松。

● 金融市场流动性：市场利率普遍上行，流动性边际趋紧

3月份央行通过广义再贷款工具和逆回购净回笼天量资金，货币市场和债券市场各利率均出现了一定程度回升。我们认为从3月底央行辟谣“降准”到一季度货币政策例会中重提把好货币供给总闸门意味着货币政策或已经出现微调，在经济基本面及紧信用环境逐渐修复的背景下，松紧适度意味着货币政策最宽松时期已然过去，金融市场利率下行空间有限，流动性边际趋紧。

● 实体经济流动性：社融数据远超预期，信用利差震荡下行

3月分M1、M2、社融增速全线回升，金融数据远超预期，全面改善，票据贴现利率自3月中下旬以来再度走低，企业信用利差震荡下行。整体来看，社融增速回升的趋势比较明显，我们认为随着宽信用政策持续发挥效果和企业信贷需求的恢复，叠加去年二三季度的低基数，预计后续社融增速将继续回升。

● 全球流动性跟踪：美元指数依然坚挺，G7利率小幅回升

2月底以来人民币对美元及一篮子货币升值趋势有所放缓，美元指数当前依然较为坚挺，3月至今美元指数维持高位震荡。全球加权平均利率在去年11月份达到高点后开始持续下行，但高频数据显示4月份以来该利率小幅回升。从各国利率的走势来看，4月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。3月份美日央行双双缩表，欧央行扩表。

● 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：市场利率普遍上行，金融数据远超预期	5
股票市场流动性：北上资金小幅流出，成交数据持续冲高	6
一级市场：3月份募资总额大幅下降	6
产业资本：4月份重要股东减持放缓	6
二级市场：4月份北上资金持续流出	7
金融市场流动性：市场利率普遍上行，流动性边际趋紧	12
基础货币：广义再贷款工具净回笼天量资金	12
货币市场：市场利率普遍上行	14
债券市场：3月底以来国债利率有所回升	16
实体经济流动性：社融数据远超预期，信用利差震荡下行	18
货币供应量：M1、M2增速双双回升	18
社会融资需求：3月社融增速远超预期	18
全球流动性跟踪：美元指数依然坚挺，G7利率小幅回升	21
全球汇率：人民币升值趋势放缓	21
债券市场：4月份G7利率小幅回升	22
央行资产负债表：美日央行双双缩表	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: 3 月份 IPO 发行有所回升 (月度)	6
图 2: 3 月份一级市场融资规模降至低位 (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: 3 月份全部 A 股成交数据持续冲高 (月度)	8
图 7: 2 月份新增投资者数量加速上升 (周度)	8
图 8: 3 月新发基金规模维持低位 (月度)	8
图 9: 4 月份基金股票仓位持续提升 (日度)	8
图 10: 4 月份两融余额突破 9000 亿元大关 (日度)	9
图 11: 4 月份融资余额持续回升 (日度)	9
图 12: 4 月互联互通资金持续净流出 (日度)	9
图 13: 4 月互联互通资金持续净流出 (月度)	9
图 14: 陆股通资金行业持股占比情况	10
图 15: 3 月份 QFII 投资额度环比上升 (月度)	11
图 16: 3 月份 RQFII 投资额度环比上升 (月度)	11
图 17: 4 月初以来上证综指波动率高位回落 (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: 3 月份央行公开市场逆回购净回笼资金 (周度)	14
图 22: 3 月份逆回购加权利率维持低位 (日度)	14
图 23: 隔夜利率再度回落至历史中枢水平之下 (日度)	14
图 24: 质押式回购利率当前处于历史低位 (日度)	14
图 25: 4 月初以来同存到期收益率小幅上升 (日度)	15
图 26: 3 月同业拆借平均利率持续上升 (月度)	15
图 27: 3 月底以来国债利率有所回升 (日度)	16
图 28: 3 月底以来长短期限利差开始走扩 (日度)	16
图 29: 4 月份各期限理财收益率小幅下降 (周度)	17
图 30: 3 月 M1、M2 增速双双回升 (月度)	18
图 31: 新增社会融资规模高位回落 (月度)	19
图 32: 社会融资规模增速小幅下降 (月度)	19
图 33: 新增人民币贷款环比下降 (月度)	19
图 34: 人民币贷款存量同比增速下降 (月度)	19
图 35: 4 月初以来票据贴现利率微降 (日度)	20
图 36: 1 月初以来企业信用利差震荡下行 (日度)	20
图 37: 2 月份以来人民币对美元升值放缓 (日度)	21
图 38: 2 月份以来人民币对一篮子货币升值放缓 (周度)	21
图 39: 3 月初至今美元指数高位震荡 (日度)	22

图 40: 4 月份以来 G7 加权利率小幅回升 (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小幅回升 (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小幅走扩 (日度)	23
图 45: 日本长短期国债收益率比较 (日度)	24
图 46: 日本长短期国债利差小幅上升 (日度)	24
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)	25
图 50: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (周度)	25
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：市场利率普遍上行，金融数据远超预期

总体来看，3月份全市场资金面中性偏松。股票市场上一级市场募资总额大幅下降，重要股东净减持创新高，二级市场上北上资金自3月初以来连续两月持续净流出，但另一方面股市成交数据持续冲高，新增投资者数量加速上升，两融余额也向上突破9000亿元大关。因此我们认为3月份以来股票市场流动性中性偏松。金融市场层面，3月份央行通过广义再贷款工具和逆回购净回笼天量资金，货币市场和债券市场各利率均出现了一定程度回升。我们认为一季度货币政策例会中重提把好货币供给总闸门意味着货币政策或已经出现微调，在经济基本面及紧信用环境逐渐修复的背景下，松紧适度意味着货币政策最宽松时期已然过去，金融市场利率下行空间有限，流动性边际趋紧。3月份M1、M2、社融增速全线回升，金融数据远超预期，全面改善，票据贴现利率自3月中下旬以来再度走低，企业信用利差震荡下行。整体来看，社融增速回升的趋势比较明显，我们认为随着宽信用政策持续发挥效果和企业信贷需求的恢复，叠加去年二三季度的低基数，预计后续社融增速将继续回升。3月至今美元指数维持高位震荡，G7利率4月份以来小幅回升。从各国利率的走势来看，4月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。3月份美日央行双双缩表，欧央行扩表。

表 1：月度、周度流动性指标汇总

市场	市场细分	指标名称	3月份	近一周	综合判断
股票市场	一级市场	IPO发行规模	↑		北上资金小幅流出，成交数据持续冲高，流动性中性偏松
		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	↑		
		新增投资者数量	↑	↑	
		新发基金规模	↓		
		沪深港股通净流入	↓		
		QFII/RQFII	↑		
金融市场	基础货币	广义再贷款工具（SLF+MLF+PLF）	↓		市场利率普遍上行，流动性边际趋紧
		公开市场操作（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（3m）	↑	↑	
实体经济	货币供应量	M1同比	↑		社融数据远超预期，信用利差震荡下行
		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）	-	-	美元指数依然坚挺，G7利率小幅回升
		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：北上资金小幅流出，成交数据持续冲高

3月份一级市场募资总额大幅下降，产业资本中重要股东净减持创新高，二级市场权益市场上北上资金自3月初以来连续两月持续净流出，但另一方面股市成交数据持续冲高，大股东减持节奏也将放缓，新增投资者数量加速上升，基金股票仓位震荡上行，两融余额代表的杠杆资金也向上突破9000亿元大关，表明市场活跃度仍然较高。因此综合来看，我们认为3月份以来股票市场流动性中性偏松。

一级市场：3月份募资总额大幅下降

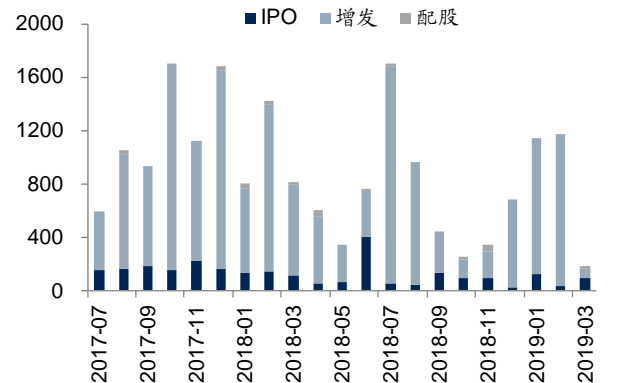
3月一级市场股票市场募集资金总额179亿元（包括IPO、增发和配股），环比大幅下降85%。其中增发募集67亿元，环比大幅下降94%，占总募集资金的比重下滑至37%，IPO募集资金总额升至94亿元，环比上升173%。总体来看，3月份一级市场募资总额连续四个月持续回升后出现大幅回落，当前月度募资金额规模处于历史底部位置。

图1：3月份IPO发行有所回升（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：3月份一级市场融资规模降至低位（月度）

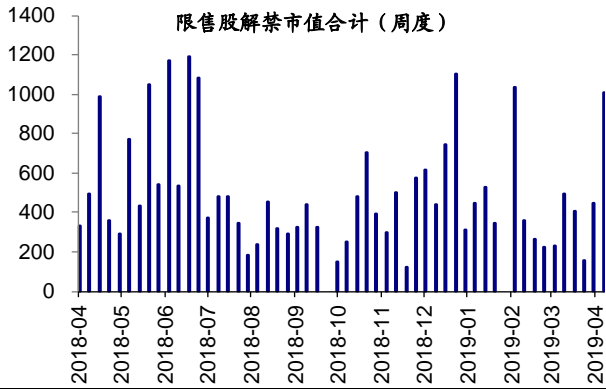


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产业资本：4月份重要股东减持放缓

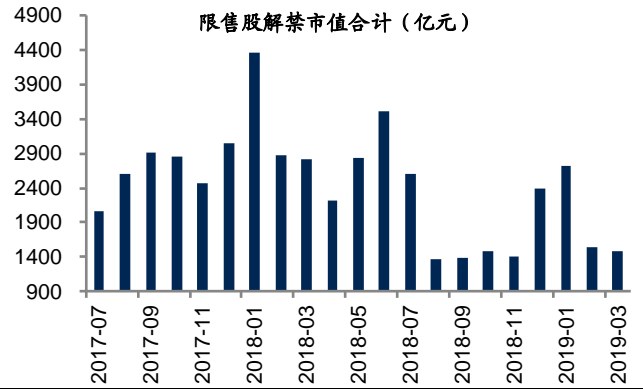
限售解禁：3月市场解禁市值持续下降。3月限售股解禁市值1484亿元，环比下降59亿元。截至4月14日，当周限售股解禁市值448亿元，预计下周解禁市值1010亿元，4月份预计限售股解禁市值为2539亿元，环比增加1055亿元。从趋势上看，2018年7月份以来，市场解禁市值大多月份处于低位，仅在去年12月和今年1月份市场连续经历了两波解禁高峰，其后市场解禁市值再度回落，3月市场解禁市值已处于历史较低位。

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

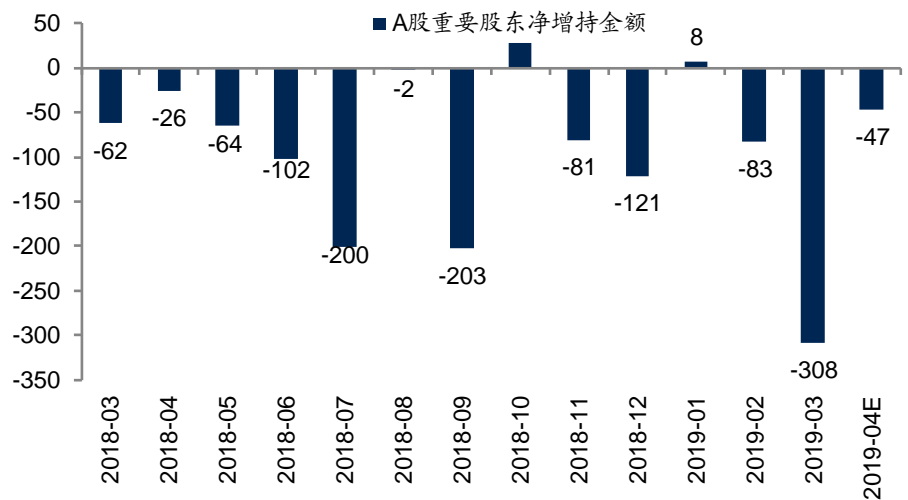
图4: 限售股解禁市值统计(月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

重要股东减持: 3月重要股东净减持创新高, 4月预计减持额大幅放缓。 3月重要股东二级市场增持 136 亿元, 减持 443 亿元, 净减持 308 亿元, 净减持额环比增加 224 亿元。截至 4 月 14 日, 4 月二级市场重要股东净减持额仅为 18 亿元, 按当前趋势, 预计 4 月净减持额将降至 18 亿元, 即重要股东二级市场减持压力有所缓解。

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

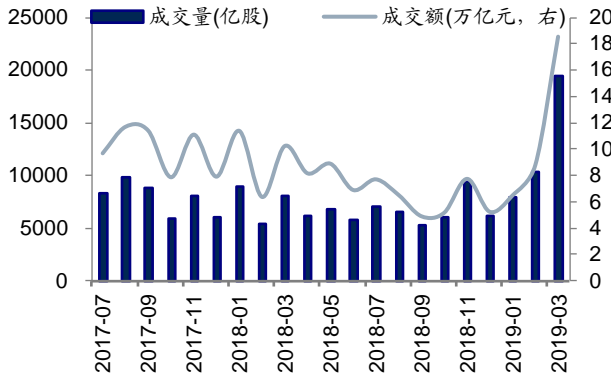
二级市场: 4月份北上资金持续流出

全部 A 股交易: 3 月份成交数据持续冲高。 3 月份全部 A 股成交量和成交额分别为 19463 亿股和 18.6 万亿元, 环比分别上升 9116 亿股和 9.7 万亿元, 月度成交数据持续冲高表明市场气氛活跃。截止 4 月 15 日, 当月全部 A 股成交量和成交额分别为 8824 亿股和 9.1 万亿元, 从单日成交数据来看, 虽然 3 月中旬以来的成交数据较 2 月底 3 月初稍有收缩, 但当前仍处于历史较高位。

新增投资者: 2 月新增投资者数量加速上升。 2 月新增投资者 76 万人, 环比下降 24%, 主要受春节因素所致, 从周度高频数据看, 近几周新增投资者数量大

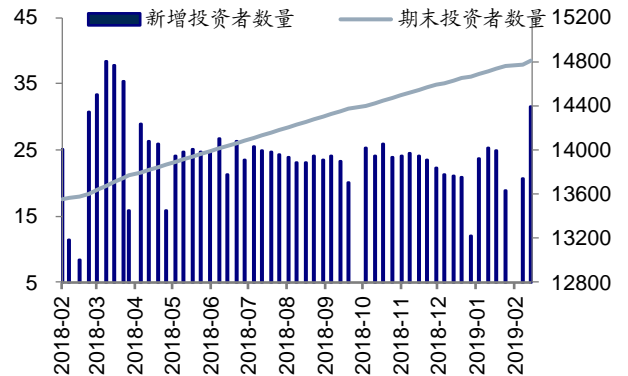
幅增加。截止 2 月 22 日，投资者数量为 14807 万人。从趋势来看，年初以来，新增投资者数量中枢有所抬升，期末投资者数量上升略有加速。

图 6：3 月份全部 A 股成交数据持续冲高（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：2 月份新增投资者数量加速上升（周度）



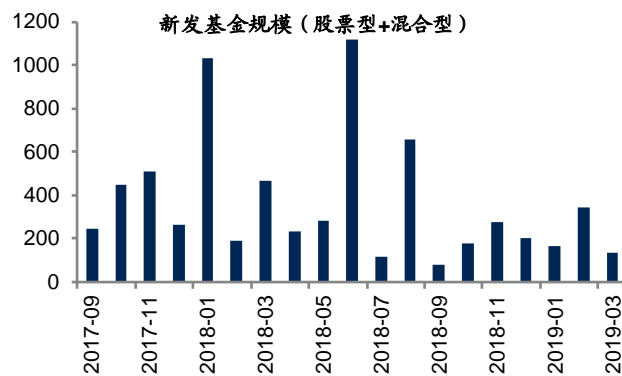
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新发基金规模：3 月新发基金规模维持低位。 3 月新发基金（股票型+混合型）规模为 134 亿元，环比下降（2 月数据有所修正），从历史数据来看，当月新发基金规模仍维持于较低位。其中，混合型基金发行仅 86 亿元，股票型基金发行 49 亿元。

基金股票仓位：4 月份基金股票仓位震荡上行。 截止 4 月 14 日，开放式基金股票类投资比例为 61.3%，本月平均为 60.9%，3 月平均为 58.2%。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，当前仓位已回升至 60% 之上，处于历史较高位。

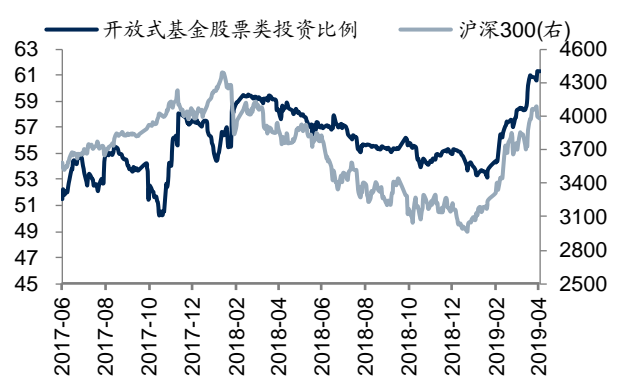
融资融券余额：4 月份两融余额向上突破 9000 亿元。 截至 4 月 14 日，融资融券余额为 9661 亿元，相比上月末上升 439 亿元，融资余额 9571 亿元，相比上月末上升 439 亿元。日度高频数据显示，自去年 6 月份开始，两融余额一路下行，虽然今年年初以来股市迎来春季行情，但整个 1 月份两融余额跌势依旧不改，然而自 2 月份以来我们看到两融余额持续回升，杠杆资金量的向上反弹说明市场情绪有所改善。

图 8：3 月新发基金规模维持低位（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：4 月份基金股票仓位持续提升（日度）



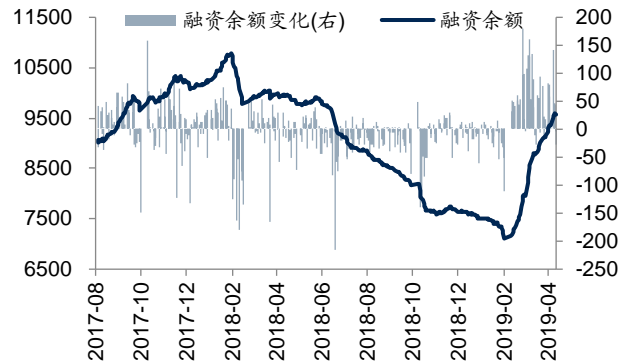
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 4 月份两融余额突破 9000 亿元大关 (日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

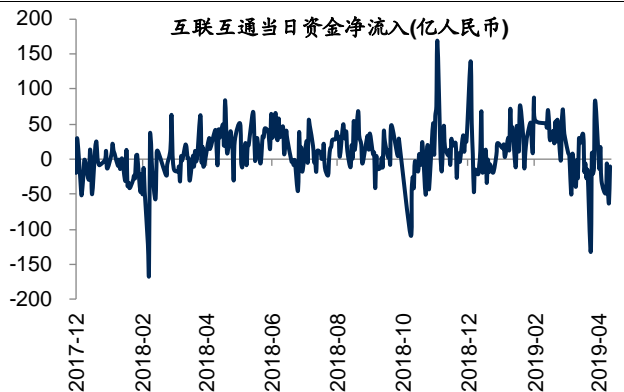
图 11: 4 月份融资余额持续回升 (日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

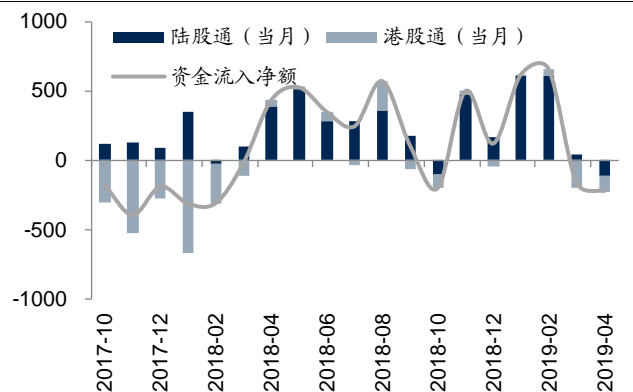
互联互通机制: 4 月至今互联互通资金持续净流出。3 月份互联互通机制资金净流出 159 亿元, 已连续两个月持续净流出。截至 4 月 14 日, 当月互联互通资金小幅净流出 222 亿元, 主因或在于近期 A 股上涨节奏过快, 部分外资获利离场。日度高频数据显示, 10 月份底以来, 互联互通资金转向北上, 并一度连续四月持续净流入, 但 3 月初至今, 外资流入速度开始放缓, 且已开始转为净流出。

图 12: 4 月互联互通资金持续净流出 (日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 4 月互联互通资金持续净流出 (月度)



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, 变化较大的行业有房地产 (+1.3%)、银行 (1.3%)、家用电器 (1.1%)、医药生物 (-1.1%)、汽车 (-1.5%)。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 (19.6%)、家用电器 (11.0%)、非银金融 (9.7%)、银行 (8.8%), 截至 4 月 14 日, 上述四个行业整体占比为 49.2%, 集中度较 2 月末持平。

从陆股通持股公司来看, 持股风格变化不大, 截至 4 月 12 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行业龙头为主。

图 14: 陆股通资金行业持股占比情况

行业	2019/4/12	2019/3/29	2019/2/28	2019/1/31	2018/12/31	2018/11/30	2018/10/31	2018/9/28
食品饮料	19.6%	20.4%	19.4%	19.8%	19.1%	18.5%	17.2%	20.4%
家用电器	11.0%	10.6%	10.8%	11.2%	9.9%	10.0%	10.2%	9.9%
非银金融	9.7%	9.7%	9.5%	9.4%	9.5%	9.9%	10.0%	9.0%
银行	8.8%	8.6%	9.3%	9.9%	9.3%	9.1%	9.0%	7.5%
医药生物	8.4%	8.6%	8.4%	7.7%	8.4%	10.0%	9.6%	9.5%
电子	6.1%	6.6%	6.7%	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%	6.9%
交通运输	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%
汽车	3.5%	3.3%	3.7%	3.9%	4.2%	3.9%	4.4%	5.0%
房地产	3.3%	3.2%	2.8%	2.9%	2.7%	2.7%	2.5%	1.9%
公用事业	3.2%	3.2%	3.3%	3.7%	4.1%	3.6%	4.0%	3.6%
建筑材料	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%
机械设备	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.8%	1.6%
休闲服务	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%
化工	2.1%	2.0%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%
电气设备	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%
计算机	1.5%	1.7%	1.5%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
农林牧渔	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
传媒	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	1.6%
建筑装饰	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.0%
钢铁	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.9%	1.7%
通信	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
采掘	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%
有色金属	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%
商业贸易	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
轻工制造	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
综合	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
国防军工	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
纺织服装	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%

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

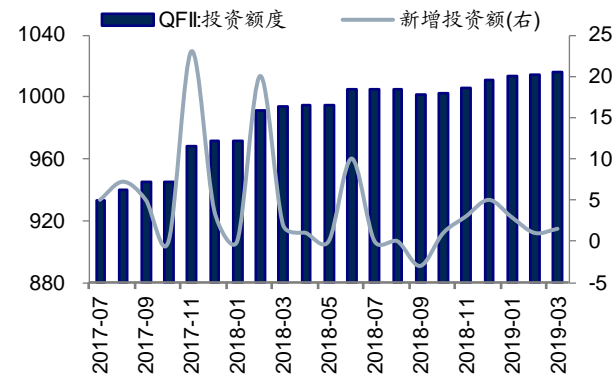
表 2: 陆股通持仓市值前 20 名公司

代码	名称	行业	持仓市值	相对基期持仓变化			
				2019/4/12	2019/3/31	2018/12/31	2018/9/30
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	1077	46	487	379	
601318.SH	中国平安	非银金融	666	43	268	225	
000333.SZ	美的集团	家用电器	527	6	196	176	
000651.SZ	格力电器	家用电器	388	57	213	198	
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	368	-14	145	64	
000858.SZ	五粮液	食品饮料	317	-41	145	108	
600036.SH	招商银行	银行	310	29	137	172	
002415.SZ	海康威视	电子	289	-19	80	13	
600887.SH	伊利股份	食品饮料	258	1	51	48	
600009.SH	上海机场	交通运输	206	-3	45	14	
600900.SH	长江电力	公用事业	203	-1	22	14	
601888.SH	中国国旅	休闲服务	186	12	43	37	
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	169	15	62	23	
002304.SZ	洋河股份	食品饮料	131	-15	38	10	
603288.SH	海天味业	食品饮料	126	-5	32	15	
601901.SH	方正证券	非银金融	108	2	37	35	
601166.SH	兴业银行	银行	106	6	47	65	
600104.SH	上汽集团	汽车	106	13	20	-18	
600690.SH	青岛海尔	家用电器	105	1	36	31	
000001.SZ	平安银行	银行	100	8	60	61	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

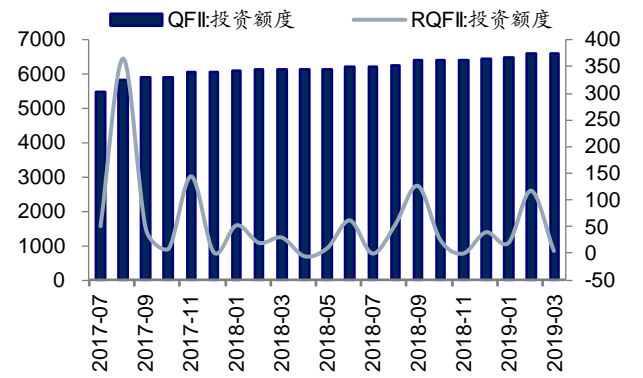
QFII/RQFII:3月QFII/RQFII额度环比上升。截至3月28日，QFII投资额度为1016亿美元，环比上升1.5亿美元；RQFII投资额度为6610亿元，环比小幅上升5亿元。总体来看，近几个月QFII/RQFII投资额度呈稳中有升态势，表明中国资本市场对外扩张程度逐渐加大。

图15: 3月份QFII投资额度环比上升(月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 3月份RQFII投资额度环比上升(月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场波动率: 4月初以来上证综指波动率高位回落。截至4月14日，标普500波动率指数为12.3，相比3月底下降1.4；上证综指波动率为24.9，相比3月底回落4.0。从日度高频数据走势来看，年初以来上证综指波动率起伏较大，走势呈倒N型，4月初以来上证综指波动率高位回落。

图17: 4月初以来上证综指波动率高位回落(日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

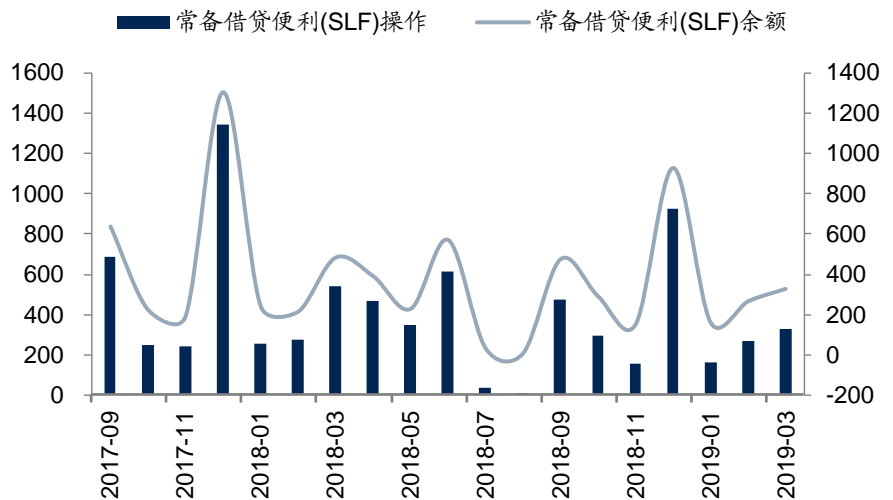
金融市场流动性：市场利率普遍上行，流动性边际趋紧

3 月份央行通过广义再贷款工具和逆回购净回笼天量资金。货币市场各利率均出现了一定程度回升，长短端国债利率回升迹象同样较为明显。我们认为从 3 月底央行辟谣“降准”到一季度货币政策例会中重提把好货币供给总闸门意味着货币政策或已经出现微调，虽然这并不意味着货币政策将发生转向，但在经济基本面及紧信用环境逐渐修复的背景下，松紧适度意味着货币政策最宽松时期已然过去，金融市场利率下行空间有限，流动性边际趋紧。

基础货币：广义再贷款工具净回笼天量资金

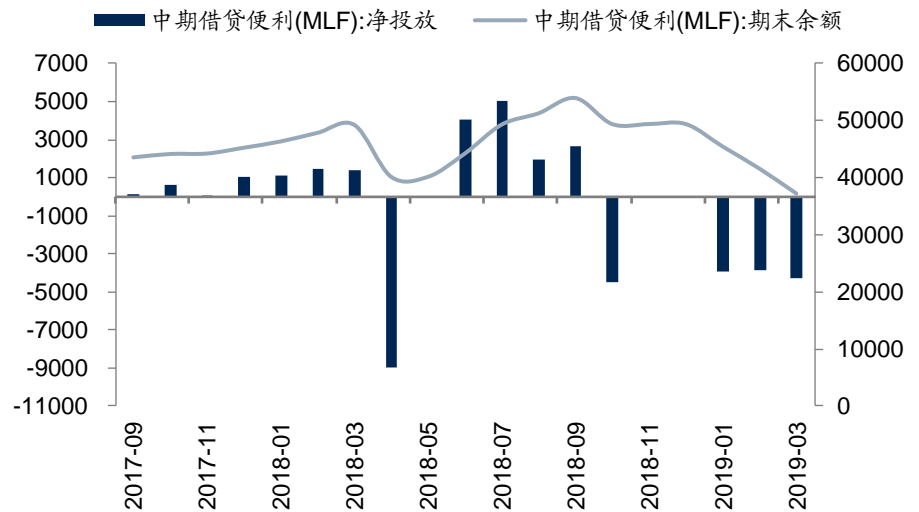
广义再贷款工具：3 月广义再贷款工具净回笼 3667 亿元资金。3 月通过 SLF 操作净投放基础货币 62 亿元，期末余额升至 327 亿元；MLF 操作当月净回收 4315 亿元，期末余额降至 37265 亿元；PSL 操作净投放基础货币 586 亿元，期末余额 35410 亿元。3 月整体来看，央行通过广义再贷款工具（主要贡献为 MLF）向市场净回笼资金 3667 亿元。

图 18: SLF 操作及余额（月度）



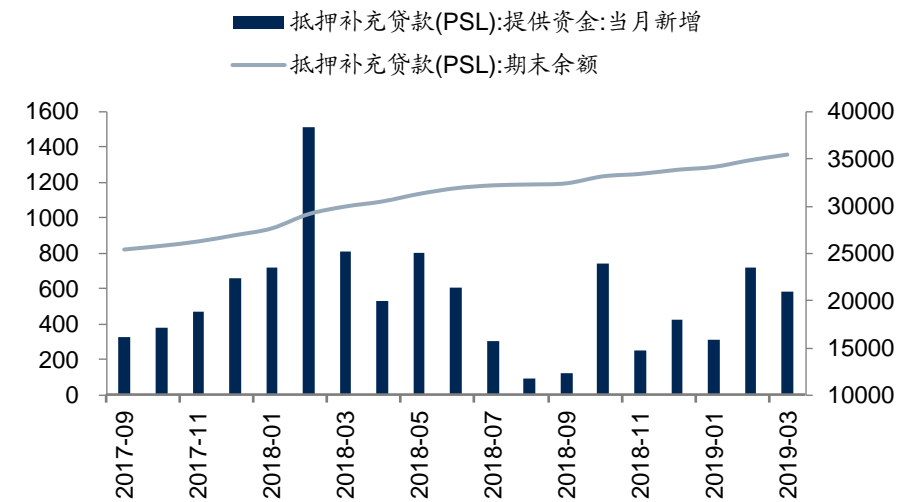
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: MLF 操作及余额 (月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: PLF 操作及余额 (月度)



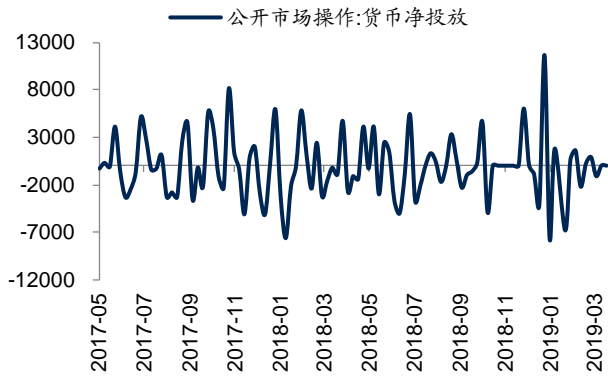
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公开市场操作(逆回购): 3月央行公开市场通过逆回购从市场净回笼资金 2600 亿元。 鉴于银行体系流动性总量处于合理充裕水平, 3月份央行仅在 15 号、18 号及 19 号 3 个交易日开展 7 天期逆回购操作, 而其余时间皆未进行公开市场逆回购操作, 整个 3 月份央行通过逆回购投放货币 1300 亿元, 回笼货币 3900 亿元, 由此净回笼资金 2600 亿元。

逆回购加权平均利率: 3 月份逆回购加权平均利率维持低位。 由于三月份央行逆回购操作均仅通过 7 天期产品开展, 因此 3 月份逆回购加权平均利率仍维持

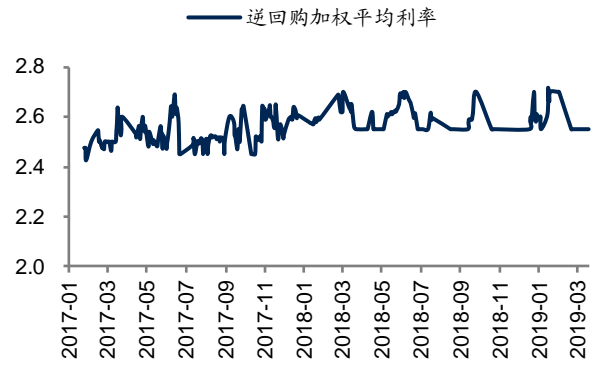
于 2.55% 低位水平。

图21: 3月份央行公开市场逆回购净回笼资金(周度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 3月份逆回购加权利率维持低位(日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

货币市场: 市场利率普遍上行

SHIBOR 隔夜利率:4 月份以来 shibor 利率升至历史较高位。截至 4 月 15 日, SHIBOR 隔夜利率为 2.80%, 本月至今平均 2.10%, 3 月平均 2.35%, 4 月初以来隔夜利率急剧上升, 当前已处于历史较高位。日度高频数据显示, 去年下半年以来, 隔夜利率中枢有所下降, 但波动明显加大。

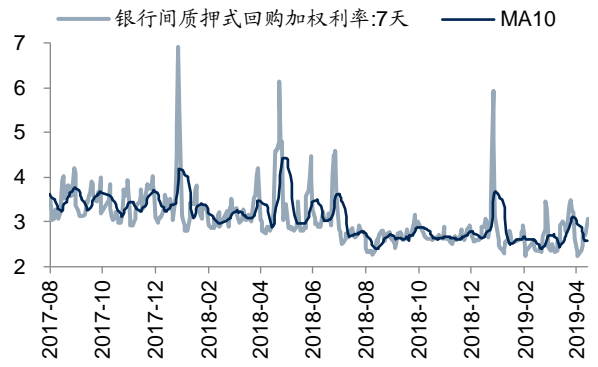
银行间质押式回购加权利率:4 月份质押式回购利率触底回升。截至 4 月 15 日, 7 天银行间质押式回购加权利率为 3.07%, 本月至今平均为 2.57%, 3 月平均为 2.79%。高频数据显示, 同 shibor 利率走势较为一致, 质押式回购利率在 3 月底以来先降后升, 当前已处于年初以来平均水平之上。

图23: 隔夜利率再度回落至历史中枢水平之下(日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图24: 质押式回购利率当前处于历史低位(日度)



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月初以来同存到期收益率小幅上升。截至4月15日，1个月同存利率为2.46%，本月平均2.36%，上月平均2.68%，1个月和6个月期限利差为38bp，较上月末小幅缩窄3bp。日度高频数据显示，1月份至今各期限同业存单到期收益率在较窄的区间里小幅波动，其中4月初以来同存到期收益率小幅上升。

图 25：4月初以来同存到期收益率小幅上升（日度）



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：3月同业拆借平均利率持续上升。3月银行间同业拆借加权平均利率为2.42%，环比上升22个bp。从趋势上看，去年4月份以来，银行间同业拆借加权利率走势稳中有降，但自今年2月份开始，该利率已连续两个月持续上升。

图 26：3月同业拆借平均利率持续上升（月度）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

债券市场：3月底以来国债利率有所回升

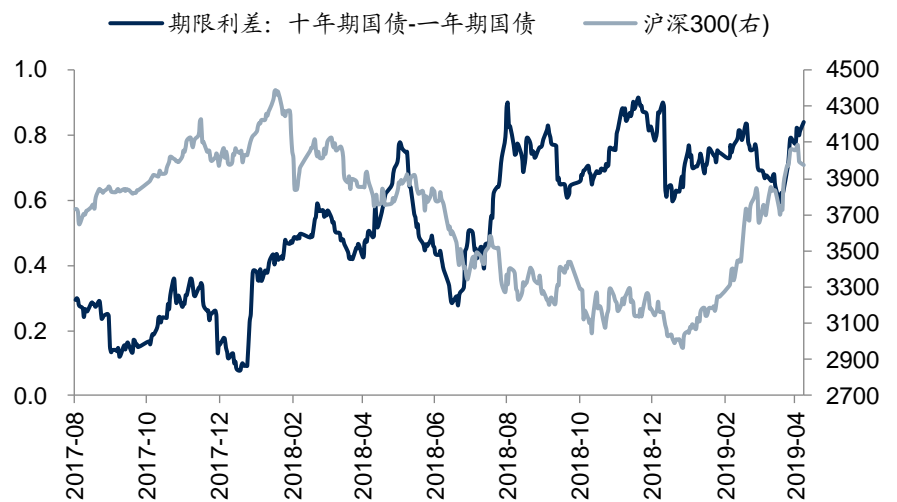
国债到期收益率：3月底以来国债利率有所回升。截至4月15日，1年期国债到期收益率为2.53%，10年期国债到期收益率为3.37%，相比上月末分别变化10bp和31bp。日度高频数据显示，3月底以来，长端国债利率回升迹象较为明显，短端利率亦小幅上行，说明国债利率上行主要或受基本面预期修复影响所致。3月底以来长短端期限利差开始走扩，截至4月15日，期限利差为84bp，较上月末扩大21bp。

图 27：3月底以来国债利率有所回升（日度）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

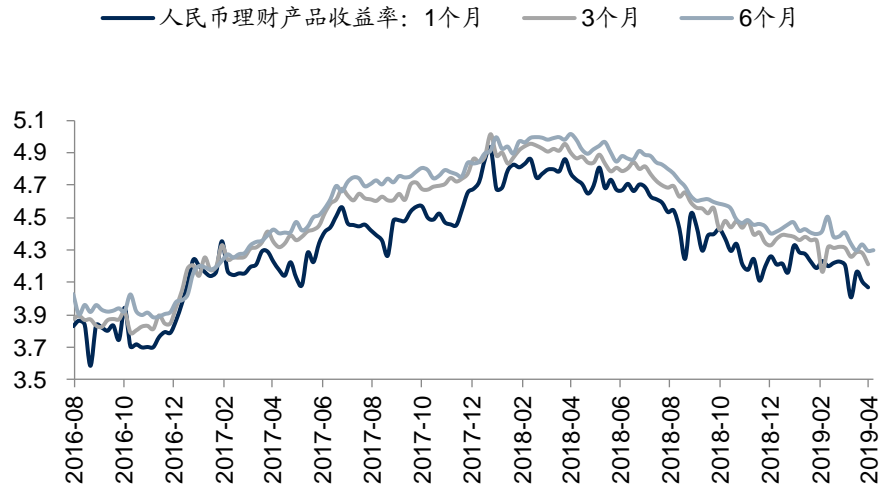
图 28：3月底以来长短期期限利差开始走扩（日度）



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月份各期限理财收益率小幅下降。截至4月7日，1个月、3个月、6个月理财产品预期收益率分别为4.07%，4.21%，4.30%，相比3月末分别变化-3bp、-7bp、0bp。从趋势来看，去年4月份以来各期限理财产品收益率集体下行趋势仍较为显著。

图 29：4月份各期限理财收益率小幅下降（周度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

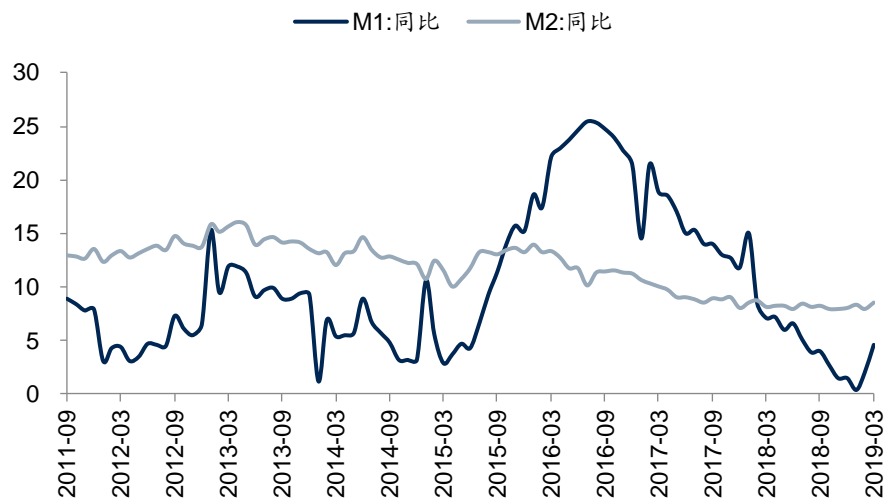
实体经济流动性：社融数据远超预期，信用利差震荡下行

3月分M1、M2、社融增速全线回升，金融数据远超预期，全面改善，票据贴现利率自3月中下旬以来再度走低，企业信用利差震荡下行。整体来看，社融增速回升的趋势比较明显，虽然企业短期融资的拉动效用非常大，但近几个月的企业中长期融资增速已经出现比较明显的企稳趋势。我们认为随着宽信用政策持续发挥效果和企业信贷需求的恢复，叠加去年二三季度的低基数，预计后续社融增速将继续回升。

货币供应量：M1、M2 增速双双回升

货币供应量同比增速：3月M1、M2增速双双回升。M1是反映企业流动资金状况的重要指标，3月M1同比增速4.6%，环比大幅反弹2.6%，表明企业现金流境况有所改善。M2增速反映了社会信用扩张速度，3月广义货币供应量(M2)同比增速为8.6%，相比2月上升0.6%。3月份基础货币同比增速为-5.5%，对M2同比增速贡献为负，因此广义货币增速的回升主要在于货币乘数的大幅提高所致，反映出了银行体系通过贷款等渠道对实体经济的信用派生大幅扩张。

图 30：3月M1、M2增速双双回升（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

社会融资需求：3月社融增速远超预期

金融机构人民币贷款：3月份金融机构新增人民币贷款16900亿元，同比多增5700亿元。从细分项来看，票据融资当月新增978亿元，同比多增1097亿元，居民短期贷款当月新增4294亿元，同比多增2262亿元，居民中长期4605亿元，同比多增835亿元，企业短期贷款3101亿元，同比多增2272亿元，企业中长期贷款6573亿元，同比多增1958亿元，非银金融机构贷款当月减少2714亿元，同比少增2506亿元。即当月新增人民币贷款中仍以企业中长期贷款为主，信贷结构持续改善。

从细分项增速来看，3月末居民短期贷款、居民中长期贷款余额同比增长20.0%、16.6%，较上月分别提高1.6和0.1个百分点；企业短期融资同比增长9.0%，较上月提高1.2个百分点；企业中长期融资（含委托贷款）、企业中长期融资（不含委托贷款）同比分别增长5.7%、8.6%，较上月都是提高0.3个百分点。

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。3月社融当月新增值28593亿元，同比多增12744亿元，存量208.4万亿元，同比增长10.7%，相比上月回升0.6%。其中人民币贷款当月新增值19584亿，同比多增8160亿元，存量141.0万亿元，同比增速13.8%，相比2月份回升0.5%。

从细分项增速来看，3月份社融成分中人民币贷款同比增速为13.8%，而委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比增速分别为-11.0%、-7.9%、-11.1%，虽然仍低于社融总体增速，但增速均有回升，对社融增速的拖累有所减弱，企业债券同比增速为10.5%，地方政府专项债同比增速40.4%。

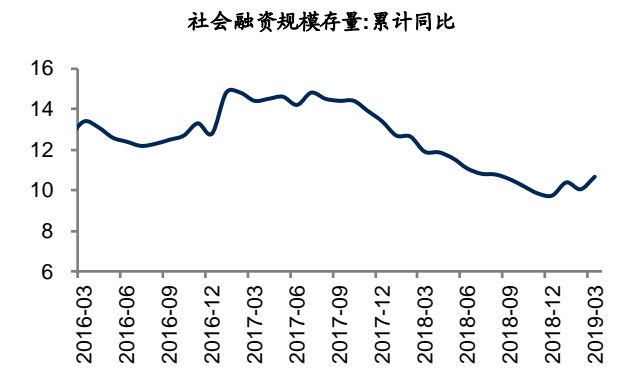
整体来看，社融增速回升的趋势比较明显，虽然企业短期融资的拉动效用非常大，但近几个月的企业中长期融资增速已经出现比较明显的企稳趋势。我们认为随着宽信用政策持续发挥效果和企业信贷需求的恢复，叠加去年二季度的低基数，预计后续社融增速将继续回升。

图31：新增社会融资规模高位回落（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：社会融资规模增速小幅下降（月度）



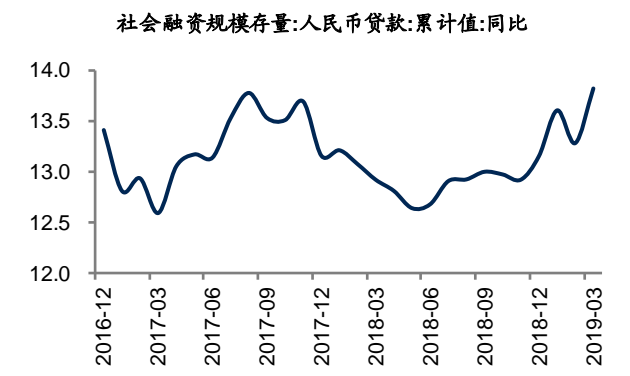
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：新增人民币贷款环比下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图34：人民币贷款存量同比增速下降（月度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

票据贴现利率：4月初以来票据贴现利率微降。该利率体现了实体经济货币需求的成本价格。截至4月15日，珠三角地区6个月票据贴现利率为2.85%，长三角为2.80%。从变化趋势来看，票据贴现利率自3月中下旬以来再度走低。

企业信用利差：1月初以来企业信用利差震荡下行。3月底AA级产业债信用利差中位数为320bp，环比下降2bp。截至4月15日，信用利差已降至306bp。从趋势上看，1月初以来企业信用利差震荡下行，我们认为随着实体经济信用环境的改善，该利差将进一步回落。

图35：4月初以来票据贴现利率微降（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：1月初以来企业信用利差震荡下行（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

全球流动性跟踪：美元指数依然坚挺，G7 利率小幅回升

2月底以来人民币对美元及一篮子货币升值趋势有所放缓。虽然美联储公布的3月份会议纪要依然偏鸽，但受美国经济数据超预期和欧元区经济的相对弱势影响，美元指数当前依然较为坚挺，3月至今美元指数维持高位震荡。全球加权平均利率在去年11月份达到高点后开始持续下行，但高频数据显示4月份以来该利率小幅回升。从各国利率的走势来看，4月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。3月份美日央行双双缩表，欧央行扩表。

全球汇率：人民币升值趋势放缓

人民币汇率：2月底以来人民币对美元及一篮子货币升值趋势放缓。截至4月15日，人民币兑美元汇率中间价报6.71，本月平均6.71，3月平均6.71。人民币汇率指数（参考BIS货币篮子）4月12日报98.9，3月平均98.8。总体来看，2月底以来人民币对美元及一篮子货币升值趋势有所放缓。

图37：2月份以来人民币对美元升值放缓（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：2月份以来人民币对一篮子货币升值放缓（周度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美元指数：3月初至今美元指数高位震荡。截至4月15日，DXY美元指数为97.0，本月平均为97.1，3月平均为96.8。去年年底以来，美联储在加息及缩表方面的表态持续偏鸽，4月11日美联储公布的3月份会议纪要同样显示大部分美联储官员预计今年加息次数或降至零次，同时计划在9月末停止缩表，但受美国经济数据超预期和欧元区经济的相对弱势影响，美元指数走势却较为强劲，尤其1月底2月初一度录得8连涨，3月至今虽然美元指数较为震荡，但依然维持在97左右的高位。

图 39: 3 月初至今美元指数高位震荡 (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 利率小幅回升

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 4 月 15 日, G7 国家十年期国债加权平均利率为 1.67%, 本月平均为 1.62%, 上月平均为 1.67%。从变化趋势看, 全球加权平均利率在去年 11 月份达到高点后开始持续下行, 但高频数据显示 4 月份以来该利率小幅回升。

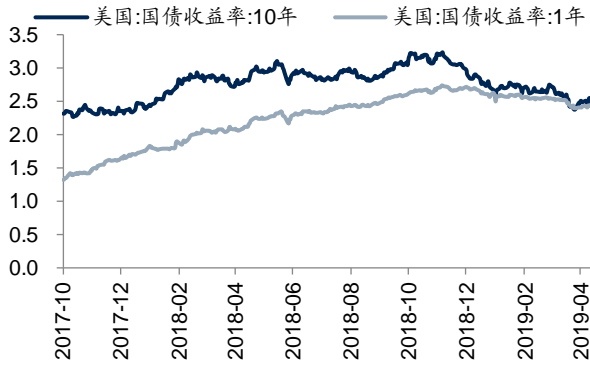
图 40: 4 月份以来 G7 加权利率小幅回升 (日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

长短期国债利率：4 月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。
 截至 4 月 15 日，美国 10 年期美债利率 2.55%，1 年期美债利率 2.43%，利差 0.12%。德国 10 年期债券利率 0.06%，1 年期债券利率-0.57%，利差 0.63%。日本 10 年期债券利率-0.03%，1 年期债券利率-0.17%，利差 0.14%。总体来看，由于全球经济下行压力较大，去年 11 月份开始，美日德三国长端利率下行趋势较为显著，期限利差由此也降至较低位，3 月底美国国债收益率曲线一度倒挂，但 4 月份以来美日德长端利率小幅回升，期限利差有所走扩。

图41：美国长短期国债收益率比较（日度）



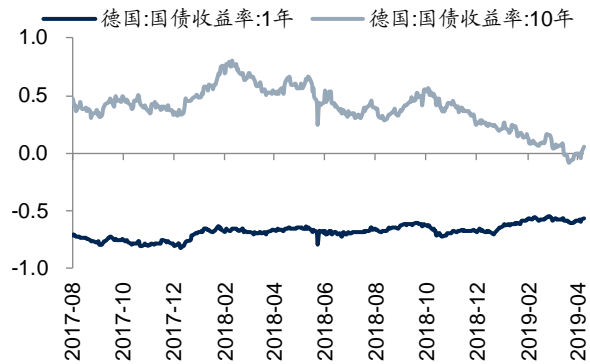
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图42：美国长短期国债利差小幅回升（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图43：德国长短期国债收益率比较（日度）



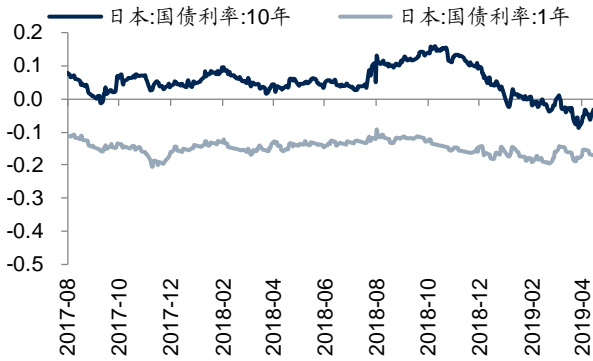
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图44：德国长短期国债利差小幅走扩（日度）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图45: 日本长短期国债收益率比较 (日度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图46: 日本长短期国债利差小幅上升 (日度)



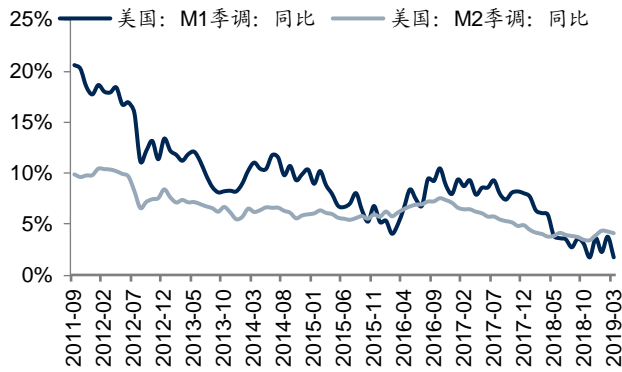
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

央行资产负债表: 美日央行双双缩表

货币供应量同比增速: 美国货币增速下降, 欧日货币增速上升。具体来看, 3月美国狭义货币供应量 (M1) 同比增速 1.8%, 广义货币供应量 (M2) 同比增速 4.1%; 欧元区狭义货币供应量 (M1) 同比增速 6.7%, 广义货币供应量 (M2) 同比增速 4.5%; 日本狭义货币供应量 (M1) 平均余额同比增速 5.5%, 广义货币供应量 (M2) 平均余额同比增速 2.4%。

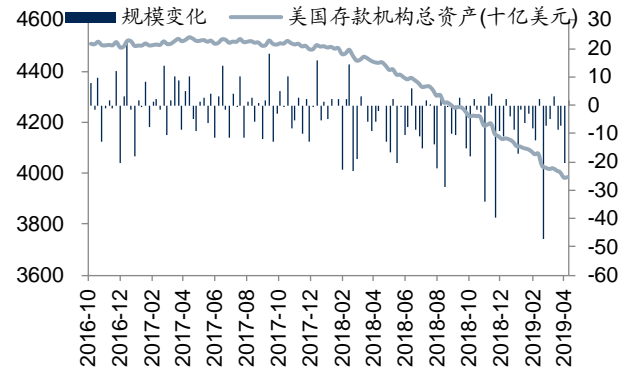
央行资产负债表: 3月份美日央行缩表, 欧央行扩表。3月末美日央行资产负债表规模环比下降, 欧元区央行资产负债表持续扩大。高频数据显示, 自2017年年初以来, 美联储持续缩表, 而欧日央行资产负债表当前仍处于趋势扩张阶段。

图47: 美国货币供应量 (季调) 同比增速 (月度)



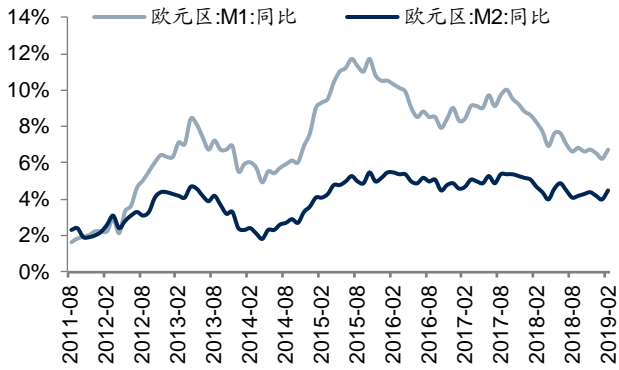
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 美联储资产负债表总资产规模变化 (周度)



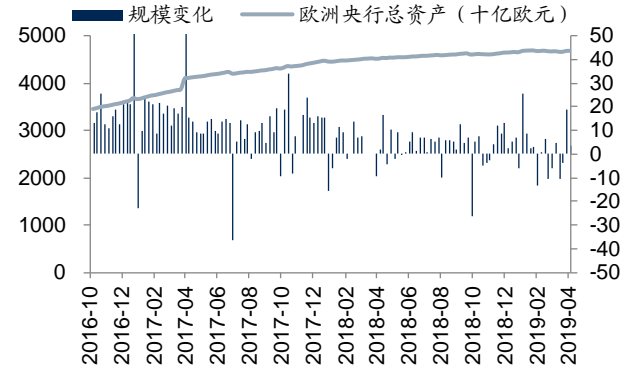
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 欧元区货币供应量同比增速 (月度)



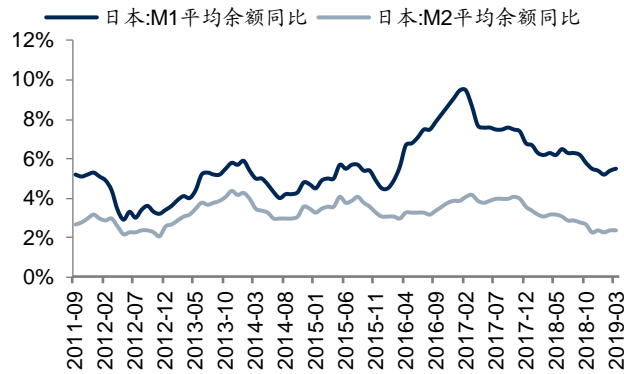
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图50: 欧洲央行资产负债表总资产规模变化 (周度)



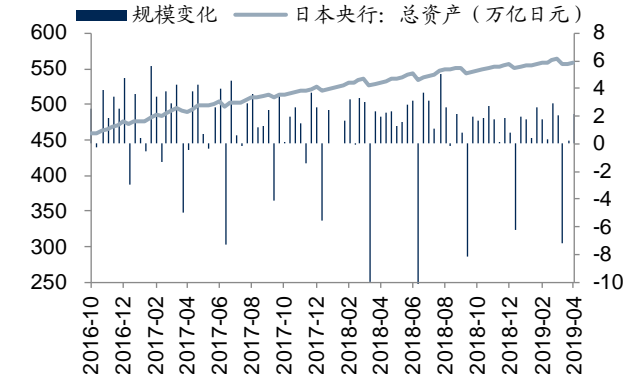
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图51: 日本货币供应量 (季调) 同比增速 (月度)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图52: 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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