

二季度股票供给压力可能会加大

——2010 年新增资金供求测算

冶小梅

(0755) 82493609

yexm@lhq.com

资金是预期的尾巴，在乐观预期下，逐利的资金源源不断，而悲观预期下，资金撤离的速度和程度也同样难以估量。只有在均衡状态下，资金供求才是投资者比较关注的因素。本报告测算重点是基于市场方向并不甚明确预期下的资金供求态势。

股票供给 10490 亿元

以往投资者高估了大小非的投资水平，从统计数据看，大小非整体的投资特征与一般投资无区别。而 IPO 和再融资的规模在管理层意欲之中。2010 年的解禁市值会较 2009 年略有上升，其中首发原股东解禁市值占比 88%，股改限售股在 2010 年间解禁市值较高峰年度 2009 大幅下降。过往 16 个月大小非月度减持峰值 13.63 亿股出现在 2009 年 7 月，如若市场不出现影响趋势的非常因素，2010 年股改限售股月度减持会在峰值水平之下，依此全年预计有 2400 亿元的股票供给；2010 年首发原股东限售股解禁数量为 2895 亿股，其中中国石油一家占比就接近五成，此类股票的首发原股东减持可能性非常低。但我们依然参照大非历史月均减持占累计解禁股份数的比例 0.33% 测算，2010 年全年大概 2244 亿元；考虑到农行 IPO 和其他银行再融资，再结合常态下融资的情况，我们预测 2010 年股票市场合计融资金额为 5846 亿元，其中 IPO3036 亿元，增发 2678 亿元，配股 132 亿元。综上，2010 年新增股票供给约 10490 亿元市值。

资金供给 9710 亿元

我们预期 2010 年股票方向新基金募集规模 2000 亿左右；专户理财这块的新增资金供给也就在今年水平附近，200 亿元上下；2010 年社保新增资金在 600 亿元以上；谨慎预期 2010 年企业年金新增资金供给超过 200 亿元；根据行业研究员对保险公司保费收入 2010 年 15% 的增长预期估算，明年保险机构权益类资产有望带来新增资金 800 亿；2010 年券商资本金新增可投资权益类新增资金约 134 亿元；由于专户一对一的迅猛推广，我们预计明年券商集合理财产品和证券投资信托产品的新增规模都不大可能快于今年，谨慎预期 2010 年券商集合理财产品新增资金 250 亿，证券投资信托新增 100 亿；QFII2010 年新增资金会大于 200 亿人民币；假设 2010 年新增个人开户数维持 134 万户水平，个人客户户均资产规模 3.25 万元来测算，则新增资金 5226 亿元。2010 年新增资金供给合计约有 9710 亿元。

资金供给略小于求，二季度股票供给压力可能最大

在如上统计下，2010 年资金供给可能略微小于资金需求。一季度往往是一年中资金供给充裕，股票供给有限，而银行 IPO 和再融资可能会集中出现在二三季度，二季度的资金压力可能会在一年中最大，除非经济“前高后低”这个预期被打破，诸如出现新的经济增长点为下半年市场带来希望，管理层可能届时会将股票供给部分押后在三四季度。

若预期好转，资金供给端改善的空间巨大，当然股票供给端压力增大的可能性也有，政府有这个意愿。如若投资者预期明显恶化，资金供给端的撤离速度一般会快于股票供给端，当然，倘若出现基本面的非常因素，资金供求关系就会褪色为影响投资者决策的次要因素。

目 录

股票供给——10490 亿元.....	4
限售股解禁——全年预计 4644 亿元	4
股改限售股——全年低于 2400 亿元	5
首发原股东限售股——全年 2244 亿元	6
IPO 与再融资——全年预计 5846 亿元	6
IPO 全年预计 3036 亿元	8
增发全年预计 2678 亿元	8
配股全年预计 132 亿元	9
资金供给——9710 亿元.....	9
公募新基金募集——2000 亿规模	9
专户理财——新增 200 亿元上下	10
社保基金——新增 600 亿元	10
企业年金——新增 200 亿元	10
保险机构类——新增 800 亿元	11
券商权益类投资——新增 134 亿元	11
券商集合理财产品——新增 250 亿元	11
证券投资信托——新增 100 亿元	11
QFII 资金规模——新增大于 200 亿元	11
非机构资金——新增 5226 亿元	12
资金供求的季节分布差异.....	12
附录：限售股供给市值计算公式.....	13

图 表 目 录

图 1、2010 年解禁限售股类型及解禁市值占比（以 2009 年 11 月 20 日收盘价计算）	4
图 2、股改限售股与首发原股东限售股逐年解禁股份数和对应市值	4
图 3、股改限售股中大小非累积解禁与大小非月度减持以及同期上证指数变化比较	5
图 4、大小非月度减持绝对量与减持占比	5
图 5、沪深两市 IPO 融资（2005 年 1 月到 2009 年 10 月）月度规模比较	7
图 6、资金供给端存量的各类别市场占比	9
图 7、新基金月度发行规模变化与上证指数涨跌之间的关系（2005 年 1 月~2009 年 9 月）	9
图 8、A 股周新增开户数目与同期上证指数及有效帐户数比较	12

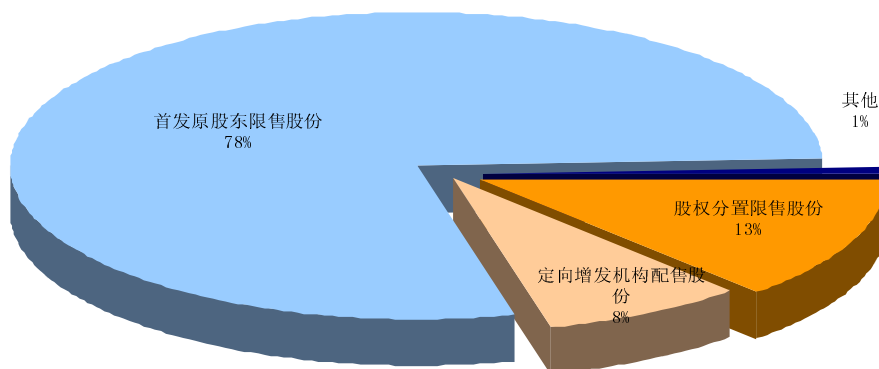
股票供给——10490 亿元

目前中国政府的财政实力捉襟见肘，通过资本市场的融资来接过政府投资也是政府持续刺激经济复苏的一个现实选择，所以说市场的扩容可能是压制市场过热的一个重要因素。如果明年的证券市场出现大幅上涨，机构投资者普遍预期，政府会通过扩容的方式，包括加速限售股流通，加快国际板面市，加快主板与创业板的 IPO 等来平衡市场，增加供给。

限售股解禁——全年预计 4644 亿元

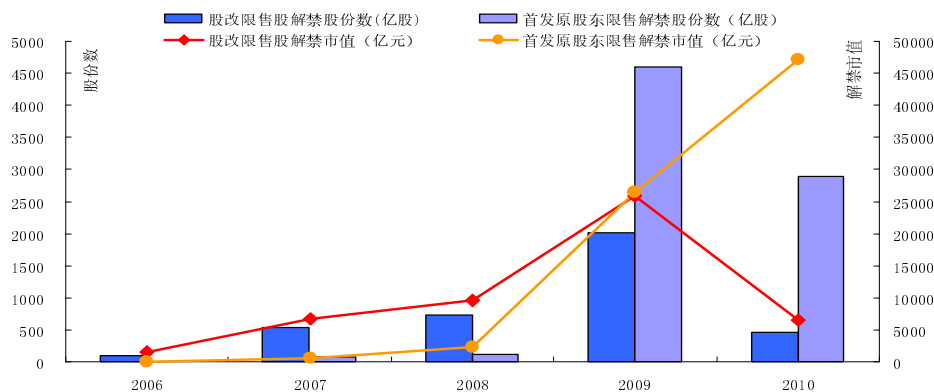
限售股类型按照股份数排序依次为：首发原股东限售股、股权分置限售股、定向增发机构配售、首发一般股份、首发机构配售、公开增发一般股份、公开增发机构配售。2010 年解禁的股份数中首发原股东限售股和股权分置限售股数市值就占到 91%（如图 1）。相对 2009 年，限售股解禁股份数由 2009 年的 6616 亿份缩减到 3364 亿份，但是因为股价分布的结构差异，2010 年的解禁市值反而会略有上升，其中首发原股东解禁市值占比 88%，股改限售股在 2010 年间解禁市值较高峰年度 2009 大幅下降（如图 2）。

图 1、2010 年解禁限售股类型及解禁市值占比（以 2009 年 11 月 20 日收盘价计算）



数据来源：wind 数据整理：联合证券研究所

图 2、股改限售股与首发原股东限售股逐年解禁股份数和对应市值

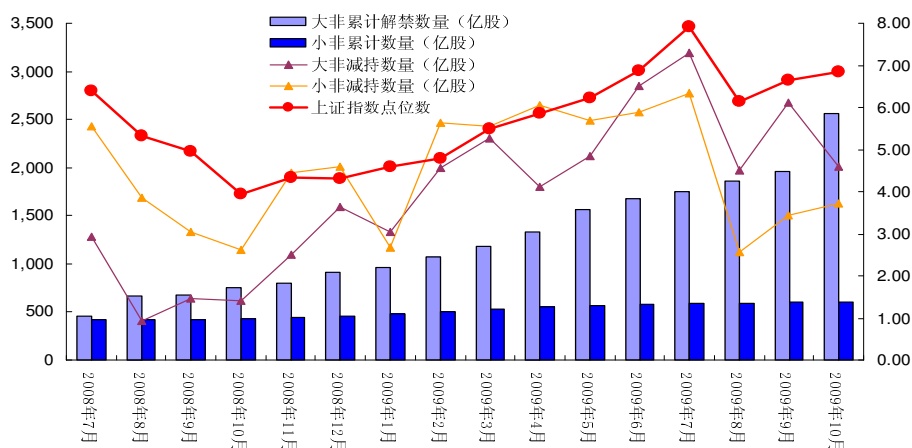


数据来源：wind 数据统计：联合证券研究所（注：解禁市值以 2009 年 11 月 20 收盘价计算）

股改限售股——全年低于 2400 亿元

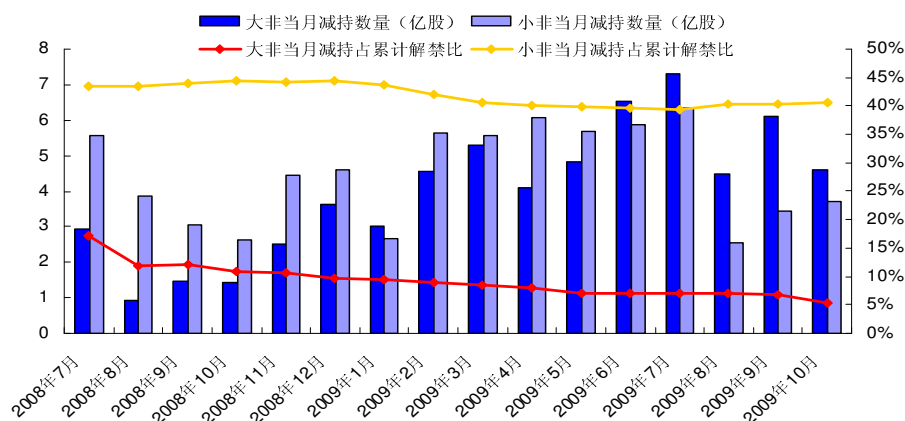
截止 2009 年 10 月 30 日，累积产生股改限售股 4763.74 亿股，累积解禁数量 3166.13 亿股，累积已经减持 385.49 亿股，累计减持数量占到累计解禁数量的 12.18%。大小非减持绝对量的趋势与上证指数密切相关，市场下跌时大小非会惜售（如 2008 年 10 月和 2009 年 8 月），市场涨幅过大时大小非的减持量随之放大（如 2009 年 7 月）。但是月度减持的绝对量保持在一定的范围内，大非月度减持区间（0.94，7.29）亿股，月均 3.98 亿股，小非减持区间（2.57，6.34），月均 4.48 亿股。小非月度减持量占其累计解禁量的比始终保持在 42%附近，而大非该比随着基数的迅速增加呈现逐月下降的趋势，10 月该值从 8，9 月的 7%降到 5%。

图 3、股改限售股中大小非累积解禁与大小非月度减持以及同期上证指数变化比较



数据来源：中登公司 数据整理：联合证券研究所

图 4、大小非月度减持绝对量与减持占比



数据来源：中登公司 数据整理：联合证券研究所

中登公司自 2008 年 6 月开始提供的大小非减持月报中最高“累计减持占比”（累计减持数量占累计解禁数量的比重）出现在 2008 年 7 月，占比为 29.78%（大非

17.24%，小非 43.51%），累积减持占比最低 12.18%出现在 2009 年 10 月。历史累积减持最高比出现在 2008 年 6、7 月份，2008 年上半年信贷紧缩，企业缺钱，又遇全球性经济衰退，彼时减持动力远远大于此时。所以我们判断未来累积减持比能超过历史高点 30%的可能性很低。

截止 2010 年 12 月 31 日，股改累计解禁数量将达到 3850 亿股(2010 年新增股改限售股份数 469 亿)，市值约有 5.02 万亿元。截止 2009 年 10 月 31 日，累积已减持 385.49 亿股。

悲观预期：到 2010 年末累积减持占比突增到 30%计算，即期间减持 769.51 亿股，以 2009 年 11 月 20 日收盘价粗算，则约有 1 万亿元资金需求，月均股票供给可能有 830 亿元。

谨慎预期：极端情况发生是小概率事件，更可能的情况还是应该参照历史月度减持水平，过往 16 个月大小非平均月度减持数量为 8.46 亿股，最高值出现在 2009 年 7 月，峰值 13.63 亿股。如若市场不出现影响趋势的非常因素，2010 年股改限售股月度减持会在这个峰值水平之下，依此月度股票供给可能有小于 200 亿元，全年预计小于 2400 亿元的股票供给。

首发原股东限售股——全年 2244 亿元

考虑到《境内证券市场转持部分国有股充实社保基金实施办法》的规定：股权分置改革新老划断后，凡在境内证券市场首次公开发行股票并上市的含国有股的股份有限公司，均须按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%，将股份有限公司部分国有股转由社保基金会持有。截止 2010 年 12 月 31 日市场累积有 7694 亿股首发原股东进入解禁，按照 2009 年 11 月 20 日的收盘价计算这些股票市值约有 7.64 万亿元，打个九折后，首发原股东限售股份处于解禁待流通的市值约为 6.88 万亿。

悲观预期：我们仍然参照股改大非限售股的历史最高减持比例 17.24%来做个悲观估算，2010 年首发原股东限售股票解禁流通可能提供股票供给 1.19 万亿元，月均 990 亿元股票供给。

2010 年首发原股东限售股解禁数量为 2895 亿股，其中中国石油、中国人寿、中国神华、中信银行、中国太保、交通银行、中国远洋、中国中铁和中国平安 10 家的解禁市值占比就高达 88%，中国石油一家占比就接近五成，此类股票的首发原股东减持可能性非常低。

谨慎预期：极端情况发生是小概率事件，更可能的情况应该参照历史大非月度减持占累积解禁股份数情况，大非月均减持占累积解禁股份数的比例为 0.33%，当月减持占到累积解禁股份数最高 0.65%出现在 2008 年 7 月属于极值，如若市场不出现影响趋势的非常因素，未来，股改限售股减持会在平均水平附近，依此 2010 年最高月度首发原股东股票供给将有约 230 亿元，全年小于 2244 亿元。

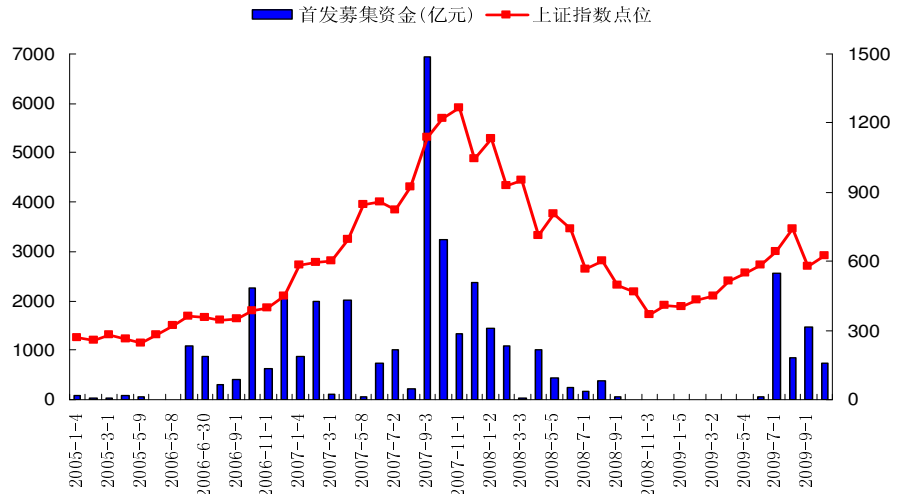
IPO 与再融资——全年预计 5846 亿元

从 2005 年以来的月度融资规模历史看，监管层会依据市场情绪控制发行节奏和规模，最高月度发行 1490 亿出现在 2007 年 9 月，而从 2008 年 10 月到 2009 年 5 月 IPO 也因为市场消沉而停止 IPO 发行。

银行融资与再融资是投资者尤为关注的，尤其中国农行的 IPO，有透漏是计划募集 1700-2300 亿元，现在大家按照上限在猜测。至于 A 和 H 各发多少，战略投资者定多少都还未确定，即使确定了战略投资者，在市场融多少，也会考虑到届时市场情绪（“上市规模，上市方式，战略投资者都是由国务院直接定，目前没有接到国务院相关批复”）。我们预期市场环境若是较平稳，也有可能在 A 股拟募集 1000 亿。关于再融资，现在有明确需求的如下：招商银行 220 亿（A+H），兴业银行 180 亿，华夏银行和深发展资本不够，各存在 100 亿的融资可能。至于四大行，现在很难判断，因为他们是不缺钱，但也有传言银监会鼓励四大行在市场环境好的时候融多点钱放着。四大行的再融资计划传闻是：中行 800 亿，工行 600 亿，建行 400 亿、交行 400 亿。上面都是 A+H 的融资计划，对于大股东汇金与财政部是否等比例参与融资等具体的情况并不清楚，汇金有资金实力，但财政部可能资金并不充裕。如果汇金与财政部等比例参与，并且 A+H 等比例融资，那么对 A 股流通市场的融资要求是非常小的。工行、建行、中行、交行 a 股除汇金和财政部以外的股权占比仅为 4%、4%、3%、26%，等比例融资的话向 A 股资本市场的融资额不到 200 亿。所以银行业 2010 年的 IPO 与再融资额度就有可能超过 1700 亿元。

考虑如上因素再结合常态下融资的情况，我们参考股权分置改革后 06~09 年间剔除 IPO 暂停的异常月份数据，由此预测 2010 年股票市场合计融资金额为 5846 亿元，其中 IPO 3036 亿元，增发 2678 亿元，配股 132 亿元。

图 5、沪深两市 IPO 融资（2005 年 1 月到 2009 年 10 月）月度规模比较



数据来源：wind 数据整理：联合证券研究所

表 1、券商承销历史统计与 2010 年预测

单位（亿元，家）

月均承销金额	合计	首发			增发	配股
		主板&中小板	创业板	小计		
2006	344	235	0	235	107	2
2007	635	372	0	372	244	19
2008	249	115	0	115	119	16
2009	468	264	0	264	199	5

2006~2009	442	256	0	256	173	13
2010E	487	232	21	253	223.2	11
2010E(年化)	5,846	2,784	252	3,036	2,678	132
月均承销数量	合计	首发			增发	配股
		主板&中小板	创业板	小计		
2006	18.60	11.3	0	11.3	6.9	0.4
2007	24.90	11.2	0	11.2	13.1	0.6
2008	18.70	8.8	0	8.8	9	0.9
2009	21.60	9.8	0	9.8	10.8	1
2006~2009	21.30	10.3	0	10.3	10.3	0.7
2010E	28.10	8	7	15	12	1.1
2010E(年化)	337.20	96	84	180	144	13.2
单笔承销金额	合计	首发			增发	配股
		主板&中小板	创业板	小计		
2006	13.40	20.8	0	20.8	15.6	3.8
2007	28.37	33.3	0	33.3	18.6	33.2
2008	14.57	13.1	0	13.1	13.2	17.4
2009	16.87	27.1	0	27.1	18.5	5
2006~2009	19.97	24.8	0	24.8	16.8	18.3
2010E	15.15	29	3	32	18.6	10

数据来源：联合证券研究所。注：1、06 年剔除 1~5 月数据，08 年剔除 10~12 月数据，09 年剔除 1~5 月数据。

IPO 全年预计 3036 亿元

根据历史数据分析：1) 月均承销金额每年波动较大。最高值出现在上轮牛市顶峰 07 年，主要源于月均承销数量和平均单笔承销金额双高；最低值出现在统计年份中唯一的熊市 08 年，主要源于双低；2) 月均承销数量基本稳定在 10 家左右；3) 平均单笔承销金额波动较大，主要受大型国企上市影响。

我们预测：1) 假设 2010 年月均承销数量主板&中小板为 8 家，创业板为 7 家，合计 15 家。2) 假设 2010 年平均单笔承销金额主板&中小板为 29 亿元，创业板为 3 亿元。3) 由此推算 2010 年月均承销金额主板&中小板为 232 亿元，创业板为 21 亿元，合 253 亿元，全年合计 3036 亿元。

增发全年预计 2678 亿元

根据历史数据分析：1) 月均承销金额基本呈逐年上升趋势（剔除 07 年）。最高值出现在 07 年，主要源于双高；最低值出现在 06 年，主要源于月均承销数量较低；2) 月均承销数量基本呈逐年上升趋势（剔除 07 年）；3) 平均单笔承销金额与股指正相关。

我们预测：1) 假设 2010 年月均承销数量主板&中小板为 12 家，创业板忽略不计，合计 11 家。2) 假设 2010 年平均单笔承销金额主板&中小板为 18.6 亿元，创业板忽略不计。3) 由此推算 2010 年月均承销金额主板&中小板为 223.2 亿元，创

业板忽略不计，合 223.2 亿元，全年合计 2678 亿元。

配股全年预计 132 亿元

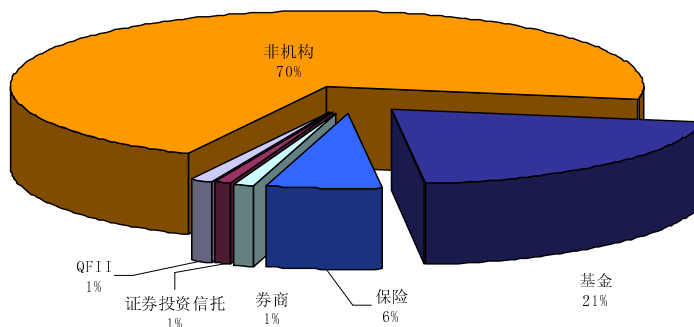
根据历史数据分析：1) 月均承销金额每年波动较大。最高值出现在 07 年，主要源于单笔承销金额较高；最低值出现在 06 年，主要源于双低；2) 月均承销数量基本呈逐年上升趋势；3) 平均单笔承销金额呈萎缩迹象。

我们预测：1) 假设 2010 年月均承销数量主板&中小板为 1.1 家，创业板忽略不计，合计 1.1 家；2) 假设 2010 年平均单笔承销金额主板&中小板为 10 亿元，创业板忽略不计；3) 由此推算 2010 年月均承销金额主板&中小板为 11 亿元，创业板忽略不计，合 11 亿元，全年合计 132 亿元。

资金供给——9710 亿元

资金供给端的估算我们覆盖了基金（公募、专户、社保、企业年金）、保险公司股票投资、券商集合理财产品及券商资本金的股票投资、证券投资信托、QFII 以及非以上机构资金六大部分。

图 6、资金供给端存量的各类别市场占比

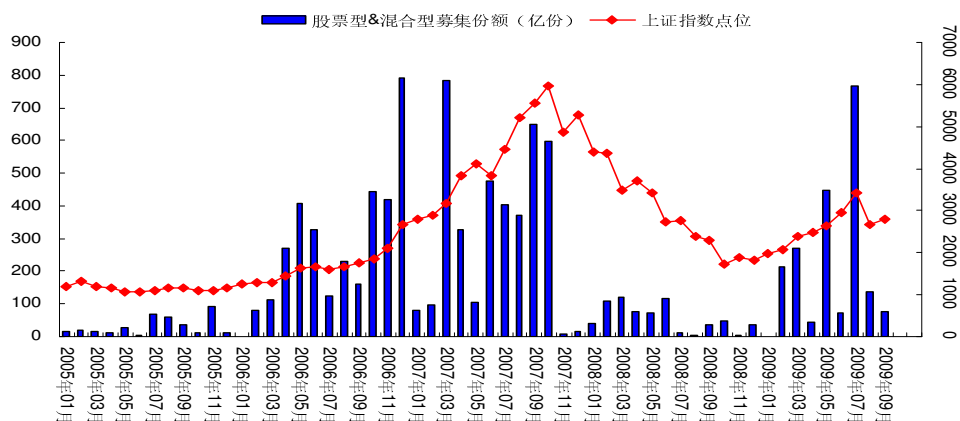


数据来源：联合证券研究所

公募新基金募集——2000 亿规模

如图 2，市场上升阶段新基金发行规模显著放大，但是在趋势向下或者盘整阶段新基金发行都很困难。统计截至 11 月 20 日，2009 年新基金募集资金规模已经超过 2200 亿元，全年预计能够达到 2500 亿。过往 7 年年均股票方向新基金募集资金规模达到 1800 亿元。我们预期明年股票方向新基金募集规模在平均水平之上，但可能会在 2009 年全年水平之下，预计 2000 亿规模。

图 7、新基金月度发行规模变化与上证指数涨跌之间的关系（2005 年 1 月~2009 年 9 月）



数据来源：wind 数据整理：联合证券研究所 数据截止：2009 年 9 月 30 日

专户理财——新增 200 亿元上下

目前，拿到专户管理资格的基金公司已经达到 35 家，仅有 25 家公司未获得专户资格。而根据基金三季报统计显示，整体规模在 100 亿—200 亿之间的基金公司有 10 家，对于这些基金公司来说，做大规模的意愿很强，新基金发行或自购旗下基金都有可能助推其达标。已经获批的三批产品数量总共超过 50 只，根据证监会发布的“一对多”相关文件“投资者参与的最低门槛为 100 万元，每基金参与的自然人投资者不超过 200 人”，据此推测已经成立正在或将要投入运作的一对多产品规模超过 150 亿。根据今年一对多产品的募集进展来看，我们预期明年专户理财这块的新增资金供给也就在今年水平附近，预期 200 亿元上下。

社保基金——新增 600 亿元

根据《全国社会保障基金投资管理暂行办法》的规定，社保资金股票部分的投资主要是采用委托投资方式。截至 2008 年底，十家境内外（南方基金、博时基金、华夏基金、鹏华基金、长盛基金、嘉实基金、易方达基金、招商基金、国泰基金和中国国际金融有限公司）委托投资管理人管理了 40 个投资组合。每个投资组合分别由不同的基金经理按照既定的投资策略和投资风格进行独立运作。

全国社保基金理事长戴相龙 2009 年 10 月在上海举办的一次论坛上表示，中国社保基金资产总额预计到年底达 7500 亿元人民币，明年达到 1 万亿元。截止 6 月 30 日，全国社保基金资产总额超过 6600 亿元，基金权益投资收益率为 9.99%。今年 1 至 6 月，全国社保基金权益投资收益为 512 亿元。2010 年全国社保基金总量将达 1 万亿元人民币。国有股转持将为社保基金增加 8 亿元的资金，目前已有 3 亿元资金到位。而截至 2008 年期末，社保基金资产总额 5624 亿元，其中社保基金直接投资资产 3058 亿元，占比 54%；委托投资资产 2566 亿元，占比 46%。综合如上数据，我们可以大体估算出社保基金委托基金管理公司管理的组合规模在 3036 亿到 3450 亿之间，委托投资规模年均保持在 20~30% 的增长，我们由此推算 2010 年社保新增资金在 600 亿元以上。

企业年金——新增 200 亿元

截至 2008 年底，年金管理规模排在前三位的基金公司为华夏基金、南方基金和

嘉实基金，年金管理规模分别达 87.20 亿元、86.17 亿元和 85.37 亿元，此外博时基金的年金管理规模也达到 72.37 亿元。来自人力资源和社会保障部的统计数据显示，截至 2008 年底，基金公司的企业年金管理规模已经达到 432.43 亿元。根据《企业年金基金管理试行办法》规定，企业年金的资产投资比例按照“20%、50%、30%”的原则，即货币类产品的比例不低于净资产的 20%，固定收益类产品的投资比例为基金净资产的 20%~50%，权益类产品及投资性保险产品、股票基金的比例，不高于基金净资产的 30%。现阶段企业年金这块的股票投资超过 130 亿元。

2006 年年金市场总规模为 910 亿元，2007 年迅速增至 1300 亿元，截至 2008 年 8 月底，年金规模超过 1500 亿元。根据国家人力资源和社会保障部有关专家的预测，今明两年企业年金市场将有 3000 亿元左右的增量规模。按照企业年金的资产投资比例中权益类投资不超过 30%测算，企业年金在近两年能为股市带来资金供给 900 亿。我们谨慎预期 2010 年这块新增资金供给超过 200 亿元。

保险机构类——新增 800 亿元

截止到 2009 年 9 月底，中国保险资金的运用余额是 3.4 万亿元，其中银行存款占 29.3%，债券占 50.6%，基金占 6.49%，股票股权占 10.8%。根据我们行业研究员对保险公司保费收入 2010 年的 15% 的增长预期估算，明年保险机构的股票+基金投资资产有望带来新增资金 800 亿左右。

券商权益类投资——新增 134 亿元

截止 2008 年年末券商行业的净资本 2887 亿元，我们行业研究员预测截止 2009 年年末券商行业的净资本将达到 3904 亿元。

WIND 资讯显示，截至 2009 年 6 月 30 日，已披露半年报的 52 家券商自营权益类资产占净资本总额比例为 17%。2008 年该比例为 15%，2007 年该比例为 40%。我们谨慎预期 2010 年更有可能保持在 2009 年和 2008 年水平之间，我们取 16%，根据 2009 年末净资本 3904 亿元测算，2010 年券商资本金新增可投资权益类资金 134 亿元。

券商集合理财产品——新增 250 亿元

券商集合理财产品是最近两年快速成长起来的理财品种，2008 年股票方向集合产品新募集规模超过 160 亿，2009 年新募集规模超过 280 亿，由于专户一对一的迅猛推广，我们预计明年券商集合理财产品和证券投资信托产品的新增规模都不大可能快于今年，谨慎预期 2010 年券商集合理财产品新增资金 250 亿。

证券投资信托——新增 100 亿元

截至 2009 年 9 月 30，正在运作和正在募集的证券投资信托产品总计 838 支，其中 428 支有规模数据透露，这部分信托产品实际募集规模 427 亿，估计证券信托产品的总规模在 850 亿元左右。2009 年新产品募集资金约 150 亿，2008 年新产品募集资金约 358 亿，2007 年新产品募集资金约 467 亿。我们预期 2010 年新产品募集规模不会超过 2009 年，谨慎预期 100 亿。

QFII 资金规模——新增大于 200 亿元

截止到 2009 年 11 月 22 日，获批 QFII 共计 89 家，其中有 78 家已有额度记录。根据 Wind 资讯的统计，78 家 QFII 的总额度为 157.20 亿美元，经过汇率调整(按 1 美元=6.82 人民币计)，QFII 投资规模达到 1072 亿人民币。

根据近期我国政府对 QFII 的审批加速和额度提升判断，政府有意加大 QFII 在国内的投资规模。倘若以目前 89 家，每家 10 亿美元额度计算，会有一天 QFII 在 A 股市场的投资规模超过 6000 亿，这个规模比华夏、博时、嘉实这三家国内最大基金管理公司公募基金的总规模还要大。

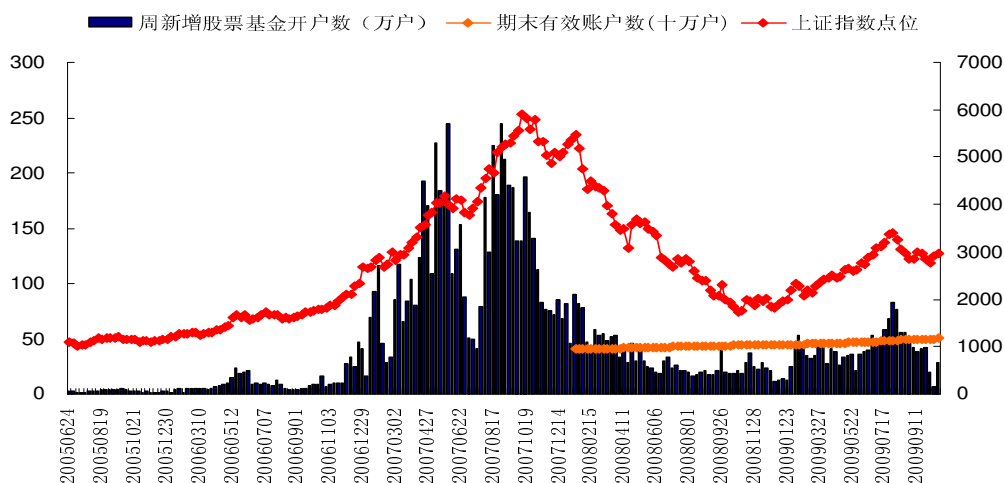
2008 年度新增 QFII 额度 31 亿美金，2009 年新增 21 亿美金，根据新近政府在 QFII 和 QDII 均有增加额度的行为判断，2010 年 QFII 额度提升会比较快，速度和幅度可能都将比 2008 和 2009 年大，至少会超过 30 亿美金，即 QFII2010 年新增资金会大于 200 亿人民币。

非机构资金——新增 5226 亿元

根据中登公司的最新统计数据,截止 11 月 13 日,期末有效帐户数达到 1.18 亿户,一般投资者都会开通沪深两市的账户,对应开户人数应该是 0.59 亿。也就每 24 个人中就有 1 人已拥有股票或者基金帐户。

假设 2010 年新增个人开户数维持在最近 12 个月月均 134 万户水平(最近五年个人投资者月度开户数均值为 144 万户)。按照全市场自然流通市值 6.67 万亿(A 股流通市值中剔除限售股解禁市值),有效账户 1.18 亿计算,平均每个账户市值为 5.65 万元,但是这里没有剔除掉机构户的影响。所以我们更倾向用本公司旗下个人客户今年以来的户均资产规模日均值 3.25 万元来测算,则新增资金 5226 亿元。

图 8、A 股周新增开户数目与同期上证指数及有效帐户数比较



数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所

资金供求的季节分布差异

综合如上资金供给端与股票供给端的分别预测,2010 全年股票供给略大于资金供给。结合一些渠道了解到的项目进展情况,以及历史 IPO 和再融资季节分布特征

(募集规模的较大权重均集中在每年的下半年), 还有诸如发审委鉴于对某些行业公司募资的审慎需要其报备年报, 而春节后审计部门工作量大因素造成项目进展效率降低原因, 一季度往往是一年中资金供给充裕, 股票供给有限, 而银行 IPO 和再融资可能会集中出现在二三季度, 二季度的资金压力可能会在一年中最大, 除非经济“前高后低”这个预期被打破, 经济刺激政策撤出后有新的经济增长点为下半年市场带来希望, 管理层可能届时会对股票供给压力分散在三四季度。

附录：限售股供给市值计算公式

首发原股东限售股解禁可流通市值 = (Σ 截止目标期首发原股东限售股解禁股数 * 个股股价) * 0.9 (10%划拔社保)

悲观估算：首发原股东限售股供给市值 = 首发原股东限售股的解禁可流通市值 * 17.24% (股改大非限售股累积减持股份数/累积解禁股份数的历史最高比为 17.24%)

谨慎估算：首发原股东限售股供给市值 = 首发原股东限售股的解禁可流通市值 * 0.65% (大非单月减持占比最高的月份是 2008 年 7 月, 当月减持股份数占到累积解禁股份数的 0.65%)

股改累积解禁股市值 = Σ 个股累积解禁股份数 * 对应个股股价

悲观估算：股改限售股供给市值 = 股改累积解禁股市值 * (目标期可能减持股份数 / 累积解禁股份数)

目标期可能减持股份数 = 累积解禁股份数 * 30% - 累积已减持股份数

谨慎估算：股改限售股供给市值 = 股改累积已解禁待减持股票市值 * 大小非月度减持占待减持股份数最高比

股改累积已解禁待减持股票市值 = 股改累积解禁股市值 * (累积解禁股份数 - 累积已减持股份数) / 累积解禁股份数

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。