

资金供小于求，未来一个月资金面趋于紧张 ——2010年3月资金供求统计报告



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

戴爽
(0755) 82492172
daishuang@lhqz.com

资金是预期的影子，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。只有在相对均衡状态下，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 761 亿元

市场下跌时大小非会惜售（如 2008 年 10 月和 2009 年 8 月），市场滞涨或迷茫时，大小非的减持量随之放大（如 2009 年 7 月和 11 月）。按照未来一个月减持力度“中性”来计算，未来一个月度股改限售股供给 86.7 亿元；首发原股东减持水平按照历史大非当月减持占到累积解禁股份数比均值 0.32% 估算，未来一个月首发原股东限售股减持将提供 151 亿元股票供给；IPO 方面我们认为未来一个月新股发行仍将保持较快的节奏，规模大约为 200 亿左右，而再融资规模预计将维持在历史均值 324 亿附近，IPO+再融资合计约 524 亿元。如上三块合计将带来 761 亿股票供给。

资金供给 497 亿元

我们对老基金的仓位提升不做预期，仅对 2010 年 1 月份新成立和正在募集的偏股型基金规模进行统计和估算，合计新增资金 303 亿元，以乐观仓位上限 80% 计算，新基金建仓将为股市带来新增资金 242 亿；专户理财约能新增资金 15 亿元；社保、年金、保险和券商权益类投资的新增资金多数已经在 1、2 月份释放；券商集合理财产品新增资金 15 亿元左右；预计证券投资信托新增 10 亿元；QFII 或能新增额度 20 亿元；假设未来一个月新增个人开户数比 1 月略有上升达到 120 万户的水平，按照户均资产规模日均值 3.25 万元来测算，则未来一个月新增资金 390 亿元，按每个帐户起初入市资金五成估算，股市散户带来新增资金将有 195 亿。如上合计带来新增资金 497 亿元。

资金供小于求，未来一个月资金面趋于紧张

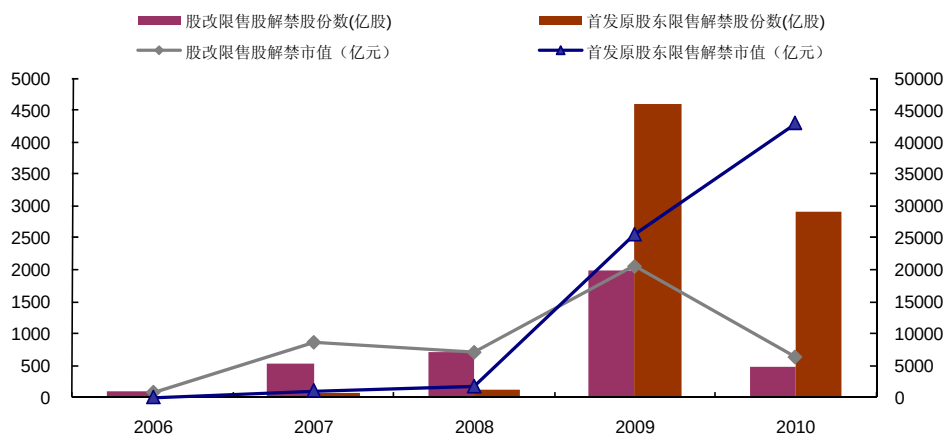
按照如上统计，未来一个月资金面不容乐观。资金供给端改善的空间不大，主要原因是在市场目前普遍认同“震荡市”的中性判断下，新基金发行和理财产品的发售相当冷清，此外机构和散户也普遍对市场持观望态度，很难有更多新进资金进入市场；而股票供给端压力增大的可能性很大，一个是 IPO 和再融资的需求旺盛，很可能会超出我们预估的水平；另外一方面如果股指长期维持震荡盘整的态势，可能会导致解禁股减持力度的进一步加强。

股票供给——761 亿元

限售股解禁——预计 237 亿元

限售股类型可以分为：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。在 2005 到 2009 年间累积解禁市值中，首发原股东限售股和股权分置限售股市值占到解禁市值的八成以上，所以对限售股的观察主要是股改限售股和首发原股东限售股。

图 1：股改与首发原股东限售股逐年解禁股份数及当年对应的解禁市值规模

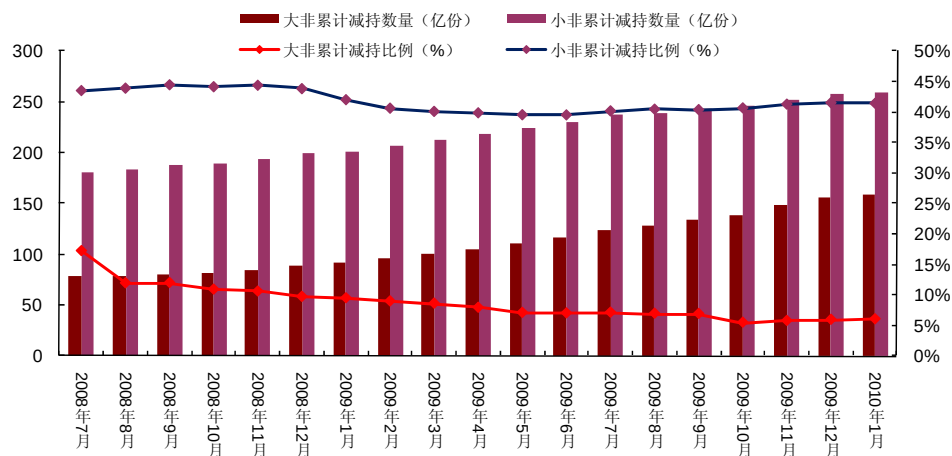


资料来源：华泰联合证券研究所整理

股改限售股——86.7 亿元

依据中登公司的统计数据,截止 2010 年 1 月 31 日,A 股市场累积产生股改限售股 4768 亿股,累积解禁 3286 亿股,已累计减持 419 亿股,累计减持数量占到累计解禁数量的 12.66%。其中“小非”累计减持量占其累计解禁量的比例为 41.41%,继续维持在 42%附近,而“大非”该比例上升至 5.99%,这主要是由于近期“大非”解禁的速度有所放缓所致。

图 2：股改“大小非”减持数量统计

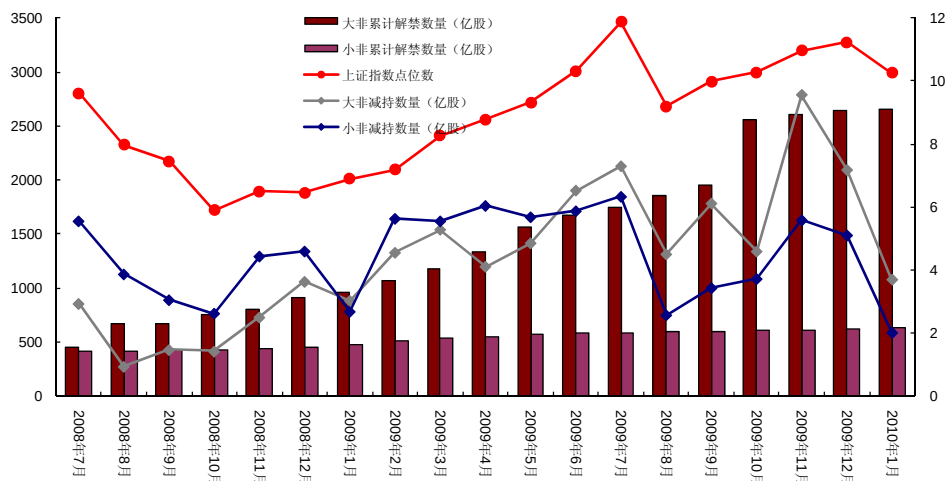


资料来源：华泰联合证券研究所整理

分类别来看,“大非”1月减持3.7亿股,“小非”减持2.01亿股,而12月份这两个值依次是7.17亿股和5.11亿股,减持总规模有明显的下降。根据历史数据统计,“大非”月度减持区间(0.94,9.55)亿股,月均4.43亿股,“小非”减持区间(2.01,6.34)亿股,月均4.44亿股。1月份的减持股份占解禁总量的比值是(大非0.14%,小非0.32%)较12月份(大非0.27%,小非0.82%)明显回落。

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),市场滞涨或迷茫时,大小非的减持量随之放大(如2009年7月和11月)。由于市场目前普遍认同“震荡市”的中性判断,对于未来一个月的限售股减持我们继续维持中性判断:即限售股减持的力度大致应处于历史均值附近。

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



资料来源: 中登公司, 华泰联合证券研究所整理

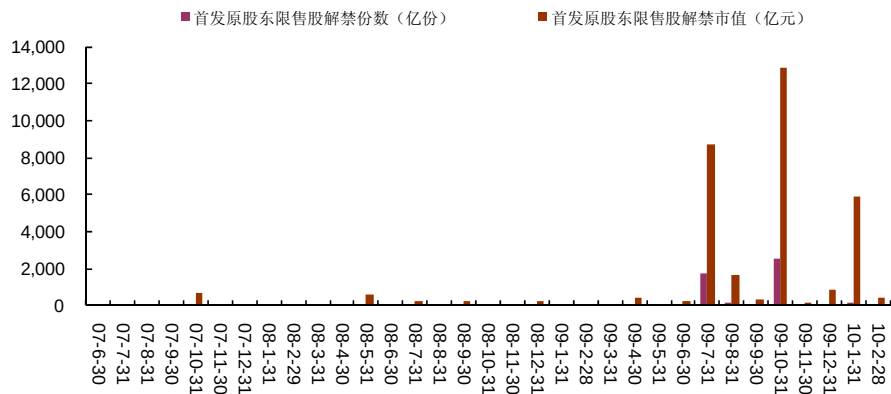
参照历史月度减持水平,过去19个月大小非平均月度减持数量为8.87亿股,最高值出现在2009年11月,当月减持了15.14亿股。参考上证综指目前的点位水平,如若市场不出现大的趋势性上涨和下跌,我们谨慎预测未来一个月减持数量大约在8.5亿股,依此计算,限售股未来一个月的股票供给约为86.7亿元。

首发原股东限售股——151亿元

截止2010年2月28日市场累积有5008.8亿股首发原股东限售股份解禁,按照2月底的收盘价计算这些股票市值约有5.25万亿元,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4.73万亿元。

2009年首发原股东限售股份数占到最近三年的96%,2009年解禁的工商银行、中国银行、大秦铁路、上港集团和中国国航五家的解禁市值占比就高达全年解禁市值的八成以上,工商银行一家占比就近五成,此类股票的首发原股东减持可能性非常低。

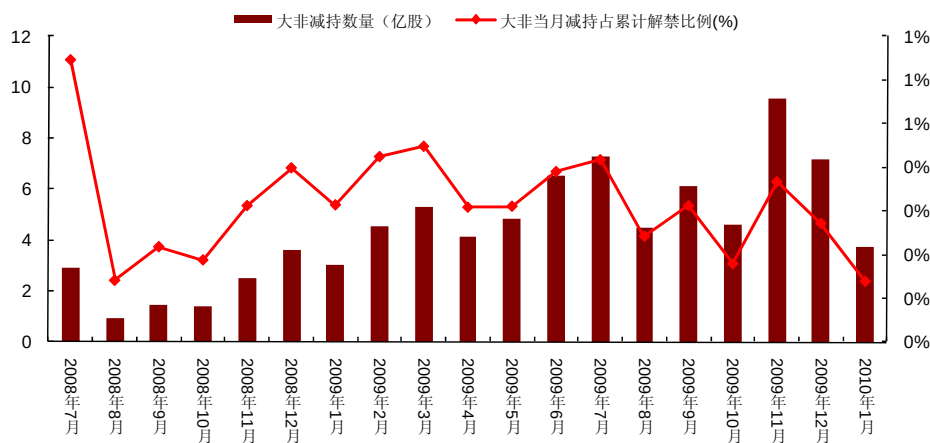
图 4：首发原股东限售股份解禁月度统计图



资料来源：中登公司，华泰联合证券研究所整理

由于首发原股东限售股份的减持情况没有历史数据可供参考，我们不妨参照“大非”月度减持占累积解禁股份数情况来测算，大非月均减持占累积解禁股份数的比例为 0.32%，当月减持占到累积解禁股份数比例的峰值 0.65% 出现在 2008 年 7 月，如若市场不出现影响趋势的非常因素，未来首发原股东限售股减持会在历史峰值以内，依此估算未来一个月首发原股东限售股提供亿元股票供给 151 亿元。

图 5：大非减持数量及当月减持数量占累计解禁股份的比例



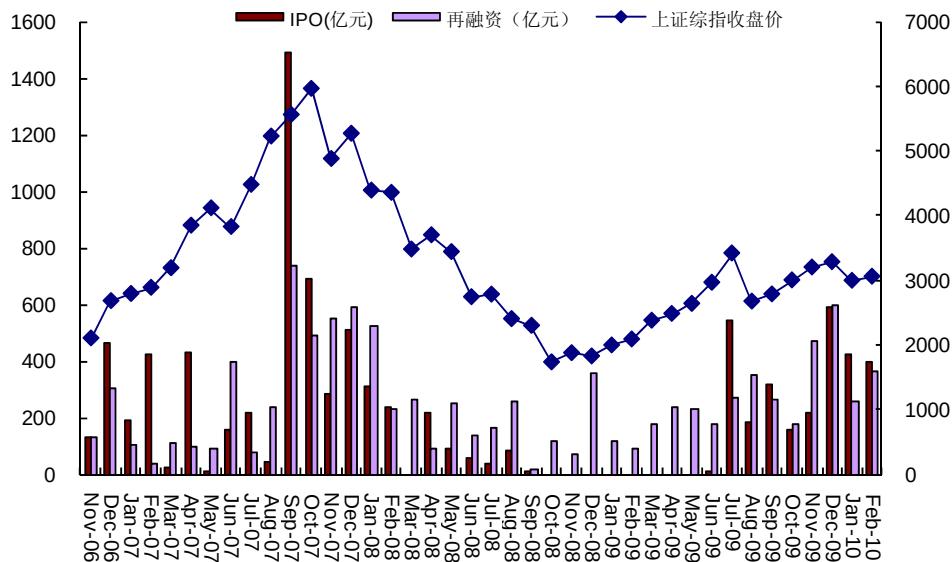
资料来源：中登公司，华泰联合证券研究所整理

IPO 与再融资——预计 524 亿元

从 2006 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，最高月度发行规模 1490 亿出现在 2007 年 9 月，而从 2008 年 10 月到 2009 年 6 月也

因为市场消沉而停止 IPO 发行。2009 年 7 月 IPO 重启以来，A 股市场月均的 IPO 融资规模为 354 亿，再融资（包括增发和配股）的平均规模为 342 亿元。

图 6：沪深两市 IPO 与再融资最近三年月度规模变化比较



资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所整理

截止到 3 月 8 日，已经过会但尚未发行的公司有 77 家，总的募集资金规模在 355 亿元左右。我们认为未来一个月新股发行仍将保持较快的节奏，初步预计仍将有 30-40 家左右的新股上市发行（1 月份 37 家、2 月份 30 家），总的 IPO 规模大约为 200 亿左右。

再融资方面，发审通过尚待发行的再融资规模为 777 亿元；尽管近期各家银行纷纷出台再融资计划以保证自己的资本充足率，从而导致市场对再融资压力的普遍担忧，但这些方案在短期内尚难实施，初步预计未来一个月的再融资规模维持在历史均值 324 亿。综合 IPO 和再融资的判断，未来一个月的融资规模合计可能达到 524 亿元。

表 1、未来一个月 IPO 与再融资规模预测

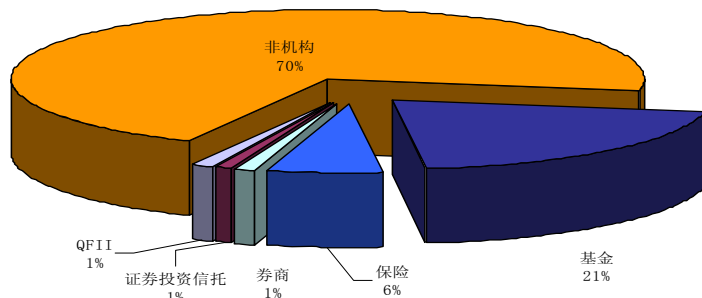
	IPO 募集资金(亿)	增发和配股募集资金(亿)	合计募集资金月度均值(亿)
2006 年 11 月-2010 年 2 月平均值	288.38	254.70	478.19
2009 年 7 月份以来月度均值	315.72	323.66	639.38
2009 年 7 月份以来月度最高融资额	588.73	594.26	1182.99
2 月当月融资额	394.79	360.82	755.61
截止 3 月 8 日发审通过尚待发行规模	354.85	777.26	—
预计未来一个月的融资规模	425	342	767

数据来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所整理

资金供给——536 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 7：资金供给端存量的各类别市场（自由流通市值）占比



资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所整理

公募新基金募集——242 亿

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。2009 年股票方向新基金募集资金 3167 亿元，2008 全年股票方向基金募集规模只有 668 亿元，2007 全年股票方向新基金募集规模也就 3920 亿元。

本篇报告对老基金的仓位提升不做预期。我们仅对 2010 年 1 月份新成立和正在募集的偏股型基金规模进行统计和估算，如表 3，合计新增资金 303 亿元，以乐观仓位上限 80% 计算，新基金建仓将为股市带来新增资金 242 亿。

表 3、2010 年 1 月以来新成立和正募集的股票型新基金规模统计

名称	发行份 额 (亿份)	认购 起始日期	认购 截止日期	管理公司	基金托管人
鹏华中证 500	26.31	2010-1-4	2010-1-29	鹏华基金	中国工商银行
新华钻石品质企业	19.38	2010-1-4	2010-1-29	新华基金	中国建设银行
宝盈中证 100	2.81	2010-1-4	2010-2-3	宝盈基金	中国建设银行
中银蓝筹精选	61.84	2010-1-6	2010-2-5	中银基金	招商银行
上投摩根行业轮动	36.17	2010-1-6	2010-1-22	上投摩根基金	招商银行
信诚中小盘	6.04	2010-1-8	2010-2-5	信诚基金	中国建设银行
申万巴黎沪深 300 价值	9.25	2010-1-11	2010-2-5	申万巴黎基金	中国工商银行
工银瑞信中小盘成长	23.18	2010-1-11	2010-2-8	工银瑞信基金	中国农业银行
金元比联核心动力	4.37	2010-1-13	2010-2-8	金元比联基金	中国工商银行
国泰估值优先	4.22	2010-1-18	2010-2-3	国泰基金	中国工商银行
国泰估值进取	4.22	2010-1-18	2010-2-3	国泰基金	中国工商银行

长信中证央企 100	5.00*	2010-2-4	2010-3-19	长信基金	中国建设银行
中海上证 50	5.00*	2010-2-22	2010-3-19	中海基金	中国工商银行
农银汇理中小盘	25.00*	2010-2-22	2010-3-23	农银汇理基金	中国建设银行
易方达上证中盘 ETF	10.00*	2010-2-25	2010-3-19	易方达基金	中国工商银行
易方达上证中盘 ETF 联接	10.00*	2010-2-25	2010-3-25	易方达基金	中国工商银行
南方策略优化	20.00*	2010-2-25	2010-3-25	南方基金	招商银行
招商全球资源	30.00*	2010-3-1	2010-3-19	招商基金	中国工商银行
合计	302.77				

资料来源: Wind 资讯, 华泰联合证券研究所整理

注: *标注的为预测值

专户理财——新增 15 亿元上下

根据一对多产品的募集进展来看, 前期储备的客户已发动殆尽, 而新客户的开发难度并不小, 我们预期未来一个月专户理财这块的新增资金供给顶多维持前期水平, 预期 15 亿元上下。

社保、年金、保险和券商权益类投资——新增集中在 1、2 月份

社保、年金、保险和券商权益类投资额度的增加一般在年终总结会正式确定, 晚的在 2 月份也基本完成了新增额度的确定, 一方面会根据过去一年的经营情况决定增加额度, 另外还取决于机构对股票市场未来一年的预期, 所以 3 月以后这几类机构的新增资金量几乎可以忽略不计。

券商集合理财产品——新增 15 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, 在 wind 有数据公布的券商集合理财产品中股票方向的总规模超过 656 亿元。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 2009 年, 谨慎预期未来一个月券商集合理财产品新增资金 15 亿。

证券投资信托——新增 10 亿元

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。我们未来一个月证券投资信托产品能新增资金 10 亿元左右。

QFII 资金规模——新增 20 亿元

截止到 2010 年 3 月 8 日, 获批 QFII 增加到 95 家, 其中有 86 家已有额度记录。根据 Wind 资讯的统计, 86 家 QFII 的总额度为 165 亿美元, 经过汇率调整(按 1 美元=6.83 人民币计), QFII 投资规模达到 1125 亿人民币。倘若以目前 95 家, 每家 10 亿美元额度计算, 终会有一天 QFII 在 A 股市场的投资规模达到 6500 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大。

2008 年度新增 QFII 额度 31 亿美金, 2009 年新增 27.15 亿美金, 2010 年截至目前为

止并没有新增的 QFII 额度获批，但我们预计 2010 年 QFII 的新增额度应该与 2009 年持平，即 QFII2010 年新增资金接近 200 亿人民币。将 200 亿分摊到剩下的 10 个月，我们谨慎预计未来一个月 QFII 新增资金约 20 亿元人民币，考虑到 QFII 向来保持高仓位，所以预期新增额度全部进入股市。

非机构资金——新增 234 亿元

根据中登公司的最新统计数据，截止 2010 年 2 月 26 日，期末有效帐户数达到 1.21 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 0.61 亿，这意味着每 22 个人中就有 1 人已拥有股票或者基金帐户。

假设未来一个月新增个人开户数较 1 月份略有上升达到 120 万户水平（1 月份新增个人开户数为 115 万户），那么按照全市场自由流通市值 8.5 万亿（A 股流通市值中剔除已经解禁的限售股解禁市值），有效账户 1.21 亿计算，平均每个账户市值为 7.08 万元，但是这里没有剔除基金券商保险等机构户的影响。

我们更倾向于采用本公司旗下个人客户 2009 年以来的户均资产规模日均值 3.25 万元来测算，则未来一个月新增资金 390 亿元，按照每个帐户起初入市资金五成估算，股市散户带来新增资金将有 195 亿。

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 华泰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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.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
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com