

紧缩调控或变频，市场情绪逐渐回暖

投资要点:

从全球资金流动性看，QE2 如期终结，价格性宽松货币政策继续，全球资金价格和美元指数将继续筑底；而各国通胀压力差异，成为货币政策分道扬镳的核心驱动因素。目前，通胀和财政危机成为后金融危机面临的主要全球性挑战，高通胀压力使得新兴市场国家不得不通过加息等紧缩政策放缓经济增长，而欧美发达国家政府的巨额债务随时可能成为新的危机源，削减财政支出的药方同样是要牺牲经济增速为代价。两者结合，全球实体经济增长放缓和流动性相对宽松将是继续存在，长短期资金利率走势分化，资金的风险偏好依然较强。

从国内宏观流动性及风险偏好来看，由于 CPI 见顶回落预期，持续 1 年多货币紧缩调控节奏下半年预计变频，上半年流动性高度紧张将得到一定程度缓解。在流动性数量供给上，2011 年一季度 M1 和 M2 平均增速下降为 14.37 和 16.50%，2 季度继续下降到 12.9% 和 15.3%，远低于 M1 和 M2 去年平均水平 26.72% 和 20.77%。由此可见，数量型紧缩政策取得了明显成果，货币投放增速基本实现“软着陆”。持续地 11 次上调存款准备金率，银行间同业拆借利率飙升，FR007 创出了近三年来的新高。考虑到市场普遍预期 CPI 在 6 月见顶回落，负利率恶化情况将有所好转，以及 PMI 已经滑落至景气拐点，因此，未来央行货币紧缩调控节奏极可能变频，以防资金过于紧张重伤实体经济。

从 A 股市场内部流动性来看，高发行市盈率和折价全球的 IPO 融资规模成为去年以来市场资金长期性供需失衡的主因，房地产限购政策扩展到二三线城市，可能引发房市和股市的资金“跷跷板效应”。目前，资金净流出基本止血，A 股市场估值合理，IPO 发行市盈率也从去年平均的 60-80 倍降低到目前 30-35 倍，实体经济软着陆预期增强，从而大大增加了 A 股对场外资金的吸引力。上半年防御性品种，如金融保险、建筑和公用事业成为资金流出最大板块，说明市场信心在逐步加强。影响下半年市场流动性供需关系的最大负面因子是上市公司的融资冲动和高管的减持潮。

从市场情绪和交易者行为来看，上市公司增持逐渐增多，5、6 月份疯狂的高管减持潮开始退去，市场情绪逐步回暖。从市场参与度、行业估值、股指期货、融资融券等监测指标来看，投资者参与交易度增加、新股首日涨幅大幅上升、中小盘与蓝筹股估值剪刀差重新上升，投资者情绪逐渐开始活跃；拟合基金仓位触底反弹，现约为 76.79%，处于中值水平，具有上升空间；7 月份上市公司高管减持成倍减少，公司性增持势头延续。

宏源证券策略组:

联系人

邓海清

电话: 021-51782235

Email: denghaiqing@hysec.com

首席分析师

邴彬 (S008051101001)

电话: 010-88085952

Email: libin3@hysec.com

相关研究

《加息如期而至，尚不能视为利空出尽》.....2011/4/6

《货币紧缩持续，配股策略增强防守》.....2011/4/17

《“调准+税款清缴”加剧市场流动性紧张》.....2011/5/15

《流动性难乐观，市场情绪大反弹尚待时》.....2011/5/16

《国际板胎动：A 股市场如何迎接？》.....2011/6/26

《2011 年下半年策略：*软着陆预期下的估值修复》.....2011/6/27

《如期加息昭示调控未放松》.....2011/7/7

目录

一、全球资金流动性及风险偏好.....	5
1. 全球资金价格：QE2 终结，但超低利率宽松继续	5
2. 全球资金流向结构：新兴市场再受资本青睐，货币市场资金大幅流出	6
3. 资金风险偏好：资金风险溢价上升，财政赤字成风险总源头	7
4. 小结：通胀压力迥异致使欧洲央行与美联储货币政策分道扬镳	8
二、国内宏观流动性及风险偏好.....	11
1. 货币数量投放：公开市场连续 8 周的正净投放，极大缓解了市场资金紧张局面	11
2. 市场资金价格：紧缩叠加效应抬高了资金价格，人民币快速升值势头有所放缓	12
3. 资金风险偏好：经济软着陆降低了风险溢价率	13
4. 小结：货币紧缩调控变频，阻止负利率恶化有利于改善市场流动性	13
三、A 股市场内部资金流动性.....	15
1. 资金边际净供给中长期分析：IPO 融资额折桂全球，边际净供给和累计供给均为持续负值	15
2. 市场资金流向结构：市场净流出渐止血，金融保险、建筑、公用事业等成净流出最大行业	17
4. 小结：市场资金净流出逐渐止血，房地产限购扩大有可能促进股市和房市的“跷跷板效应”	18
四、A 股市场情绪.....	20
1. 交易者参与情绪和新股表现：投资者参与情绪有所回暖，新股首首日涨幅回升	20
2. 行业估值和市场板块估值：医药失去传统防御功能，中小板和蓝筹估值剪刀差再次呈扩大趋势	20
3. 融资融券：多空力量均上升，有色、房地产和银行三行业成为对决主战场	21
4. 股指期货：持仓量比例和主力合约贴现率均表明市场处于纠结状态，多方力量略微占优	22
5. 小结：市场情绪有所回暖，未来市场预期的分歧阻碍继续升温	23
五、市场交易者行为分析	24
1. 上市公司及高管市场行为：疯狂的高管“减持潮”	24
2. 社保、保险公司、基金等机构：特大、大单交易在创业板率先连续小额正净买入，基金仓位略偏低	26
3. 个人投资者行为：新增股票开户数和市场交易活跃度均处于底部区域	27
4. 小结：疯狂的高管减持潮压制市场未来信心，基金仓位在中值得区域止跌，多空博弈等待更清晰的信号	29

插图

图 1-1: 美元指数持续底部震荡	5
图 1-2: CPI 加速上升挤压了 LIBOR 继续探底空间	5
图 1-3: 主要发达经济体复苏低于预期拉低长期利率	5
图 1-4: 全球股市资金流向——流入新兴市场国家股市的资金量今年以来持续低位	6
图 1-5: 全球债市资金流向——国际套利资金成为流入新兴市场国家的主要来源	6
图 1-6: 全球股市资金流向地域结构	7
图 1-7: 全球资金流向市场结构	7
图 1-8: 全球汇市价格走向	7
图 1-9: LIBOR-OIS 利差表明美国货币宽松强化	8
图 1-10: TED 显示资金风险报酬率趋于波动上升	8
图 1-11: 美国机构债与国债负利差持续扩大	8
图 1-12: 公司债信用利差维持去年 6 月持续下降趋势	8
图 1-13: 中美 CPI 剪刀差压力	9
图 1-14: 中欧 CPI 剪刀差压力	9
图 1-15: 近期 FOMC 对经济目标的评述和重要货币政策	10
图 2-1: 超额信贷供给率快速下降接近零	11
图 2-2: 公开市场操作连续 8 周正净投放	11
图 2-3: 金融机构外汇占款环比变化趋势	12
图 2-4: M2 同比-M1 同比与上证指数	12
图 2-4: 银行间同业拆借利率飙升创年内新高回落	12
图 2-5: 国债长短利差走低预示未来增长担忧加剧	12
图 2-6: 人民币汇率升值预期稍稍减弱	13
图 2-7: 中短期票据与国债的信用利差走势	13
图 2-8: 银行间企业债不同信用等级利差走势	13
图 3-1: 股票型和混合型基金发行份额	15
图 3-2: 当月基金发行数量与上证指数	15
图 3-3: 机构、证券公司、个人开户数与上证指数	16
图 3-4: 基金开户数今年不断创出新高	16
图 3-5: 供票供给 (IPO+增发+配股) 与上证指数	16
图 3-6: 7 月解禁股压力整体偏小	16
图 3-7: 2 季度保费增速持续下降	16
图 3-8: 集合理财、阳光私募和证券投资信托	16
图 3-9: 测算的长期资金边际净供给与上证指数	17
图 3-10: 测算的长期累计资金供给与上证指数	17
图 3-14: 资金的市场流向结构	17
图 3-15: 资金的行业流向	18
图 3-16: 资金的个股流向	18
图 4-1 投资者参与情绪有所回暖	20
图 4-2 新股发行市盈率月均值 6 月探底	20
图 4-3: 新股首日平均涨幅 7 月走高	20
图 4-4: 防御性行业公用事业估值飙升后开始回落	21
图 4-5: 房地产和金属非金属估值持续走低	21

图 4-6: 中小板与沪深 300 市盈率估值差	21
图 4-7: 中小板与沪深 300 市净率估值差	21
图 4-8: 融资买入额出现峰值往往是市场转折点	22
图 4-9: 融券余额 6 月底以来再次加速上升	22
图 4-10: 融资买入额波动剧烈是市场转折点	22
图 4-11: 融券余额 6 月底以来波动加剧	22
图 4-12: 主力合约期限贴水差尖峰是市场逆转的信号	23
图 4-13: 持仓量比率剧烈波动都是市场拐点	23
图 5-1: 公司增减持净额与上证指数	24
图 5-2: 高管增减持净额与上证指数	24
图 5-3: 发生公司性净增持公司数与上证指数	25
图 5-4: 发生高管净增减持公司数与上证指数	25
图 5-5: 公司、高管增减持净额与上证指数	25
图 5-6: 公司、高管净增减持公司数与上证指数	25
图 5-7: 高管和公司性增减持的行业分布	25
图 5-8: 创业板特大、大单净买入 6 月底有负转正	26
图 5-9: 沪深 300 特大、大单净买入 6 月底为小负数	26
图 5-10: A 股特大、大单净卖出额 6 月后大幅度减少	26
图 5-11: 全部基金仓位测算	27
图 5-12: 混合基金仓位测算	27
图 5-13: 开放式股票基金仓位测算	27
图 5-14 封闭式股票基金测算	27
图 5-15: 沪深两市新开股票账户数依然处于底部区域	28
图 5-16: 创业板小单净买入额 5 月以来处于低水平	28
图 5-17: 沪深 300 小单净买入额 5 月后不足百亿	28
图 5-18: 小单净买入额连续三周小额为正	29

一、全球资金流动性及风险偏好

1. 全球资金价格：QE2 终结，但超低利率宽松继续

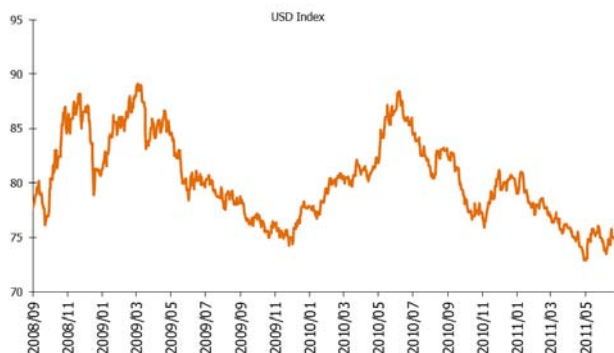
美国 QE2 在 6 月底到期，由于核心通胀率上升和 2 季度复苏乏力，美联储议息会议后宣布，政策基调是长期维持低利率政策，保持国债持有总额不变。可预计，尽管全球低利率时代将继续，但是未来超越当前宽松程度的可能性几乎不存在。市场利率地位盘整和上行轨道的时间取决于实体经济复苏进程和通胀上行节奏。

美元指数（见图 1-1）在 5 月 4 日触底 72.70 后略为反弹，之后持续在 74-75 的狭窄区间内波动。美国经济二季度复苏的放缓，以及美国上调国债限额的争论，预计美元指数将相当长一段时间内维持在底部震荡。

美元 LIBOR 显示（见图 1-2），美联储二次量化宽松确实有效地压低了短期利率，但是今年出现一个显著不同于去年的情况是，美国核心 CPI 开始加速上升，从去年底的 0.8 快速上升到今年 5 月份的 1.5。

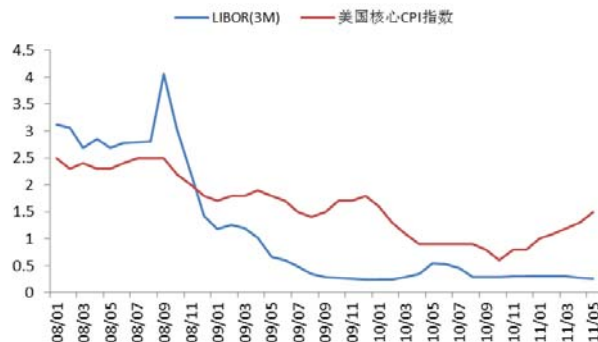
主要发达经济体 10 年期长期国债收益率（见图 1-3）在二季度受实体经济复苏放缓的影响，普遍出现一定程度下降。但是，6 月下旬再次探底回升，重新回到去年底水平。

图 1-1：美元指数持续底部震荡



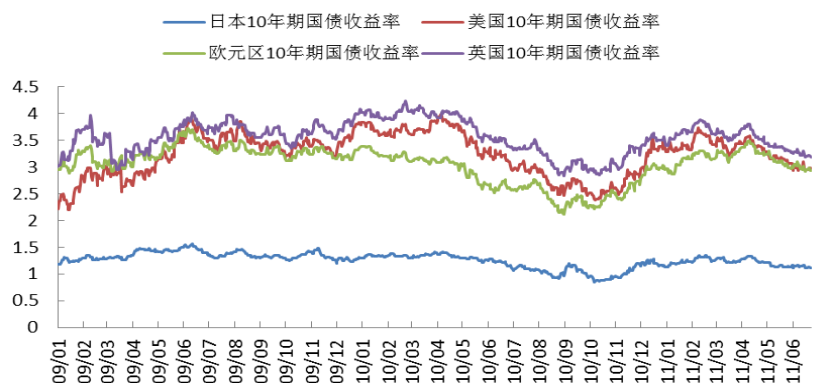
资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-2：CPI 加速上升挤压了 LIBOR 继续探底空间



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所

图 1-3：主要发达经济体复苏低于预期拉低长期利率



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所

2. 全球资金流向结构：新兴市场再受资本青睐，货币市场资金大幅流出

从股票市场来看（见图 1-6 和图 1-8），6 月份无论发达国家市场还是新兴市场，股市资金均出现净流出状态，其中，新兴市场净流出 16.41 亿美元，发达国家市场净流出 91.88 亿元，这表明美国经济复苏乏力、欧洲债务危机扩散以及新兴市场国家的通胀使得股市受压。7 月首周，市场资金流向发生了很大变化，全球股市均出现净流入为正，中国大陆市场净流入 5.79 亿美元，新兴欧洲结束连续 8 周的净流出状态。

从债券市场来看（见图 1-7），全球债券市场继续保持今年年初以来持续的呈资金净流入趋势，但是结构上来看，6 月份新兴市场国家和欧美发达债券出现了明显的分化，受美国国债违约风险担忧以及欧债危机扩散，流入发达债券市场的资金大为减少，美国债市出现 6 月底连续两周净流出。

从货币市场来看（见图 1-9），货币市场的波动仍在持续，6 月下旬以来出现连续 3 周的资金净流出。从汇率市场来看（见图 1-10），美元 4 月份以来的贬值走势触底反弹，对大部分货币进入震荡小幅波动。

图 1-4：全球股市资金流向——流入新兴市场国家股市的资金量今年以来持续低位

全球股市资金流向 (亿美元)	07/06/2011	06/29/2011	06/22/2011	06/15/2011	06/08/2011	06/01/2011	05/25/2011	05/18/2011	05/11/2011	05/04/2011
新兴市场	12.29	23.23	-4.95	-9.71	-3.74	7.84	-13.24	-15.24	2.58	11.26
中国大陆	8.91	24.35	2.36	-5.09	-1.01	5.74	-2.82	-7.38	1.09	6.03
中国香港	5.79	1.84	-1.24	-0.94	0.09	2.55	-2.45	-4.59	-0.78	-0.28
新兴欧洲	1.34	0.22	-0.81	0.09	0.31	1.30	-0.60	0.02	0.18	0.83
发达国家	51.93	-67.54	-35.23	81.49	-70.06	12.78	-83.30	-39.62	0.81	50.39
美国	40.11	-65.26	-20.57	95.78	-63.81	7.69	-49.03	-38.36	-5.13	45.55
发达欧洲	51.93	-67.54	-35.23	81.49	-70.06	12.78	-83.30	-39.62	0.81	50.39
日本	5.88	-4.32	-13.37	-8.11	-0.68	3.64	-26.94	-0.60	11.87	3.84
合计	5.94	2.05	-1.28	-6.18	-6.66	1.45	-7.33	-0.66	-5.94	1.00
发达国家与新兴市场差额	8.01	0.07	-4.76	-2.76	-1.17	-1.25	-4.78	-1.20	-0.27	1.30

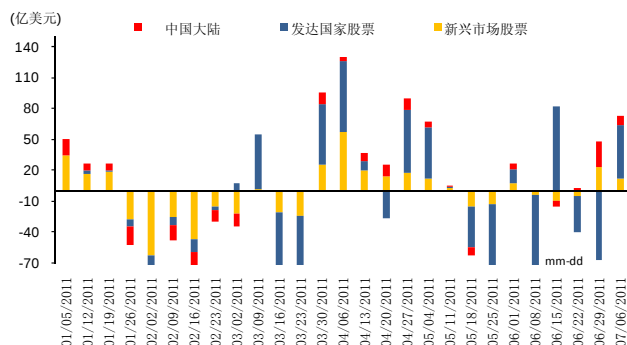
来源：彭博资讯、宏源证券研究所整理。

图 1-5：全球债市资金流向——国际套利资金成为流入新兴市场国家的主要来源

债券市场资金流向(亿美元)	07/06/2011	06/29/2011	06/22/2011	06/15/2011	06/08/2011	06/01/2011	05/25/2011	05/18/2011	05/11/2011	05/04/2011
新兴市场	5.99	3.26	6.02	3.31	10.36	5.11	4.68	6.53	7.62	7.62
新兴亚洲	2.34	1.48	1.99	1.19	4.39	2.06	1.64	2.06	3.12	2.62
新兴欧洲	2.45	0.96	2.82	1.48	4.08	2.03	2.01	2.97	2.98	3.28
发达国家	30.24	2.70	0.74	6.53	48.12	29.12	41.40	40.24	36.21	35.48
美国	18.73	-6.41	-4.72	6.19	31.64	15.63	22.45	23.50	20.82	17.11
发达欧洲	5.38	3.97	1.21	-2.90	8.12	8.53	7.72	9.30	7.66	9.80
合计	36.2225	5.9574	6.7589	9.8344	58.4773	34.2242	46.081	46.7745	43.8257	43.1028

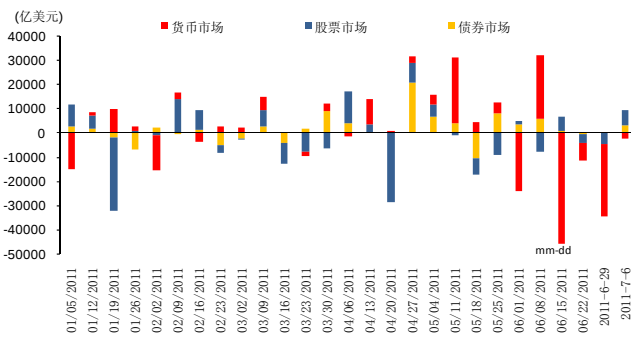
来源：彭博资讯、宏源证券研究所整理。

图 1-6: 全球股市资金流向地域结构



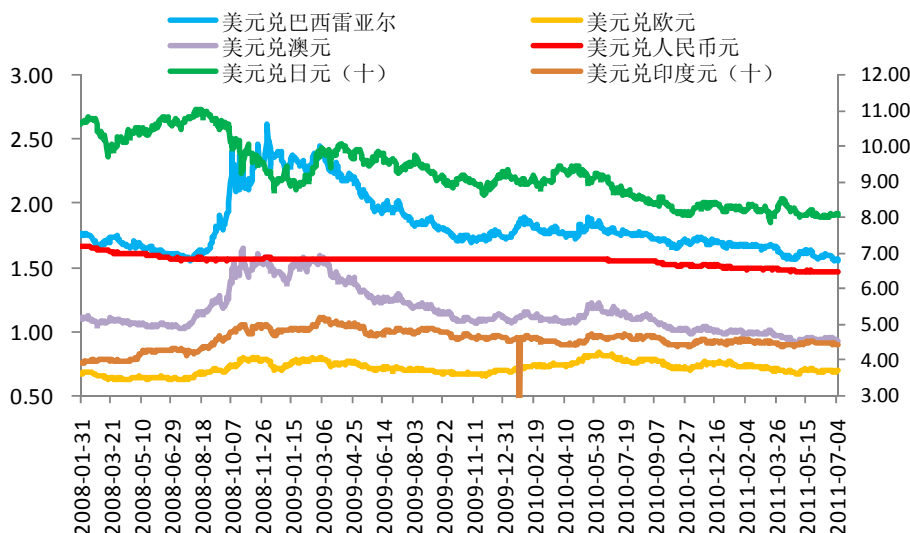
数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-7: 全球资金流向市场结构



数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-8: 全球汇市价格走向



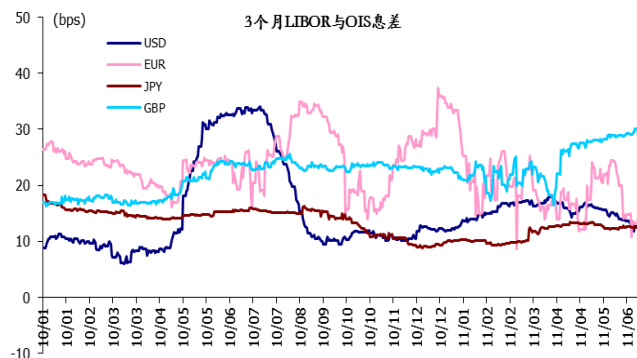
来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理

3. 资金风险偏好：资金风险溢价上升，财政赤字成风险总源头

Libor-OIS 和 TED 息差主要反映的是全球银行体系的信贷压力和金融市场资金需要的风险溢价。图 1-11 显示，2 季度美元和日元 3 个月 LIBOR-OIS 息差持续下行；欧元 LIBOR-OIS 息差 4、5 月快速抬高后，6 月份快速下行。我们认为，出现此现象的原因是日本大地震后大量放出货币和美国复苏乏力量化宽松依赖症，货币宽松预期增强。从图 1-12 来看，TED 在 4 月份触底上升，尽管有波动，但是整体上行趋势没有改变，也就是资金的风险溢价越来越高。

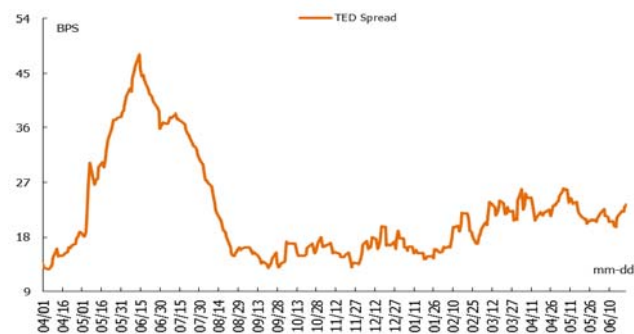
图 1-13 显示，受美国国债可能出现信用违约的担忧，美国机构债与国债利差负利差持续扩大，这表明，美国国会和白宫在关于联邦政府财政赤字上限问题上的较劲，加深了市场对于美国国债安全的忧虑。图 1-14 显示，公司信用债的利差维持自去年 6 月份以来下降态势，创下新低。这表明，尽管美国政府负债累累，但是微观主体的财务信用却非常健康。

图 1-9: LIBOR-OIS 利差表明美国货币宽松强化



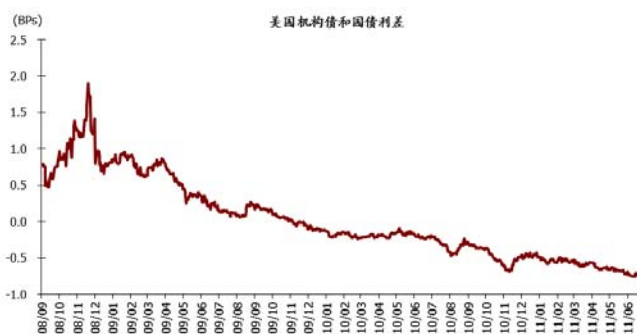
数据来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

图 1-10: TED 显示资金风险报酬率趋于波动上升



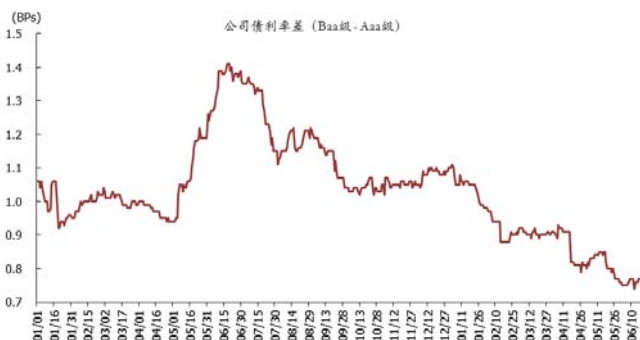
数据来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

图 1-11: 美国机构债与国债利差持续扩大



数据来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所

图 1-12: 公司债信用利差维持去年 6 月持续下降趋势



数据来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所。

4. 小结: 通胀压力迥异致使欧洲央行与美联储货币政策分道扬镳

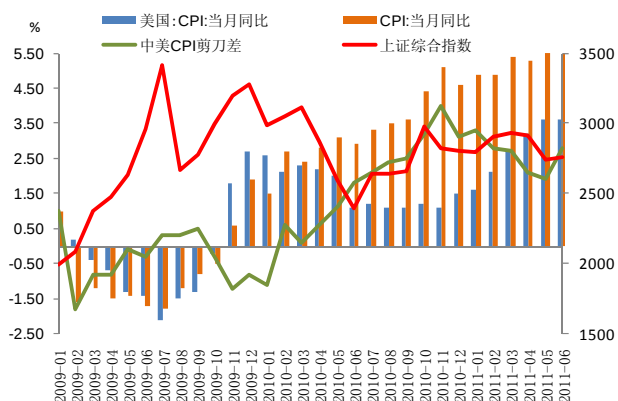
我们认为,从全球经济角度来看,金融危机后的世界经济复苏分为美国为代表的发达经济体和金砖国家为代表的新兴市场国家等两大类,贯彻 2011 年全球金融市场的主线是两大经济体阵营“双速复苏”收敛的幅度和节奏。2 季度两大阵营的情况是,通胀率往高处收敛,实体经济复苏速度往地处收敛。

2008 年底的金融危机如今已经完全从私人债务危机演变成了全球性的公共债务危机,从美国的联邦财政赤字之争、欧洲债务危机到中国地方融资平台债务,无不显示这一转变。因此,主要经济体的货币政策取向将依然是,除非通胀火烧眉毛,央行会继续有意维持超低的短期利率,以免加重公共债务危机压力。但是,对于未来通胀上升的担忧、财政赤字的压力、实体经济复苏的乏力,使得中长期利率出现与短期利率不同的走势。

美联储维持超低短期利率的时间长度,我们可以通过菲利普斯曲线方式来大致测算。从图 1-13 和图 1-14 来看,美联储启动加息周期的条件一般是核心 CPI 达到 1.8%-2.0% 区间和失业率进入 6%-7% 区间。美国核心 CPI 自去年 10 月以来,保持每月 0.1 个百分点的

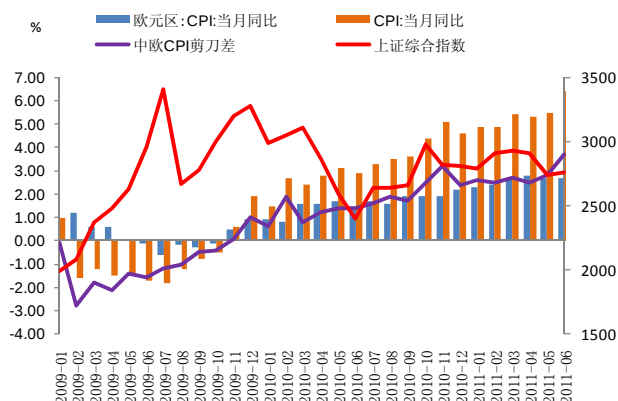
速度上升，今年5月份核心CPI为1.5，预计年底达到2.2左右；在美国经济2010年进入复苏阶段以后，失业率从年初的9.9下降到年底9.0，如果今年3季度美国经济复苏走出2季度疲态，年底失业率能够降低到8.5以下。因此，加息议题可能在4季度末将进入美联储FOMC，但是，实际加息操作会在明年1季度甚至2季度。

图 1-13: 中美 CPI 剪刀差压力



数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-14: 中欧 CPI 剪刀差压力



数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-15: 近期 FOMC 对经济目标的评述和重要货币政策

日期	失业率	通货膨胀	GDP	会议主题
2010-08-10	就业上升 缓慢 失业率高 企	通胀压力趋弱, 通缩风险 隐现	GDP 显著低于预期, 家庭 财富下降, 私人部门需求疲 弱, 软件及设备投资继续增 长	经济复苏前景悲观, 联储重启量化宽松, 维 持低利率
2010-09-21	就业略微 增 失业长期 居高不下	通胀低于就业最大化和价 格稳定双重目标相一致的 水平	经济增长太低而不能降低 失业率, 消费增长缓慢, 投 资增长速度减缓	经济增长太低而不能降低失业率, 通胀率低 于目标水平, 提供额外的宽松货币政策是合 适的
2010-10-15	失业率居 高不下	通胀低于就业最大化和价 格稳定双重目标相一致的 水平, 对通缩的担忧	拟采取量化宽松政策扭转 经济颓势	讨论是否尽快推出 QE2
2010-11-2/3	失业率继 续上升	通胀率偏低	工业生产显著减慢	大幅下调增长和就业预测, 需要通过量化宽 松推动经济复苏
2010-12-14	失业率高 企	尽管长期通胀预期保持稳 定, 核心通胀率依然走低	生产稳定增长, 消费加速增 长, 投资持续恢复, 出口快 速增长	经济缓慢复苏, 就业率和通胀率依然令人失 望, 将继续执行 QE2
2011-1-25/26	失业率继 续上升	核心通胀处于低位, 通胀 预期保持稳定	工业生产稳定增长, 消费强 劲, 投资继续保持扩张	上调 2011 年和 2012 年经济增长预期
2011-03-15	失业率显 著下降	能源及食品价格大幅上涨 推高广义通胀率, 但基础 通胀率得到控制, 长期通 胀预期保持稳定	一月份工业生产总值变化 很小, 消费温和增长, 但三 月份的消费者情绪指数开 始下降	经济持续温和复苏, 维持其常规和非常规货 币政策
2011-04-26/27	失业率小 幅下降	食品和能源价格大幅上涨 推高广义通胀率, 但基础 通胀率依然得到控制, 长 期通胀预期仍然稳定	工业生产快速增长, 消费增 速有所缓和, 设备和软件投 资增速比去年第四季度有 所增长	将如期于 6 月底结束 QE2, 要“长期”维持低 利率政策
2011-6-22	失业率小 幅上升	通胀受到食品和能源价格 以及日本等临时因素的影 响而上行, 长期的通胀预 期保持稳定	经济温和复苏, 速度略低于 预期	长期维持低利率政策 保持国债持有总额不变

数据来源: 美联储官方网站; 宏源证券研究所

二、国内宏观流动性及风险偏好

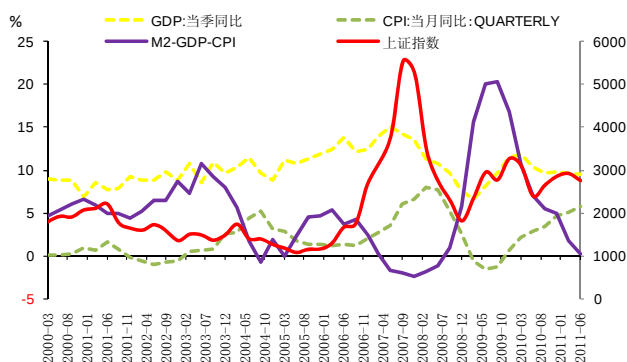
1、货币数量投放：公开市场连续 8 周的正净投放，极大缓解了市场资金紧张局面

(1) 2010 年 M1、M2 同比增速年平均水平为 26.72%和 20.77%，2011 年一季度 M1 和 M2 平均增速下降为 14.37 和 16.50%，2 季度 M1、M2 平均增速下降到 12.9%和 15.3%。由此可见，在通胀压力驱动下，数量型紧缩政策使得货币投放速度回归到金融危机前的正常水平。

(2) 从图 2-1 来看，中国 A 股市场的通胀无牛市定律是存在的，2000 年来的数据表明，只要 CPI 月同比增速过 5%，并高位回落，就带来股市一波下跌潮。今年 6 月份 CPI 破 6，并被认为是全年的峰顶。从图 2-2 来看，中国 A 股指数与 M1 同比-M2 同比呈现高度正相关，后者是前者上涨的直接货币推动力，因为 M1 同比-M2 同比基本上类似于储蓄活化率。今年 1 季度，M1 同比-M2 同比从-3.6%连续上升到-1.6%，成为推动春节后反弹行情的资金驱动力；2 季度 M1 同比-M2 同比从-1.6%上升到-2.4%，带来了上证指数从 3067 点下滑到 2622 点。

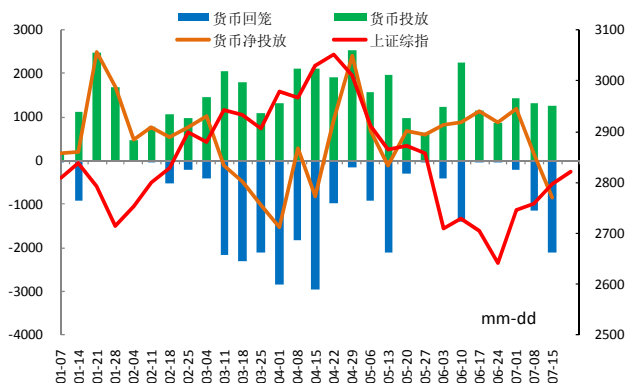
(3) 公开市场操作是央行冲销外汇占款或平缓市场资金价格波动的重要微观调节工具。从图 2-3 来看，公开市场净投放刚开始为正时，经常与 A 股走势方向相反，但是，持续净投放往往对后期 A 股后期影响很大。自 5 月中旬上调存款准备金率以来，银行间同业拆借利率和 SHIBOR 飙升，为缓解流动性紧张，央行在公开市场进行了持续 8 周的正净投放，累计净投放达到 6320 亿元，超过了此次调准银行上交的准备金 3600 亿元。

图 2-1：超额信贷供给率快速下降接近零



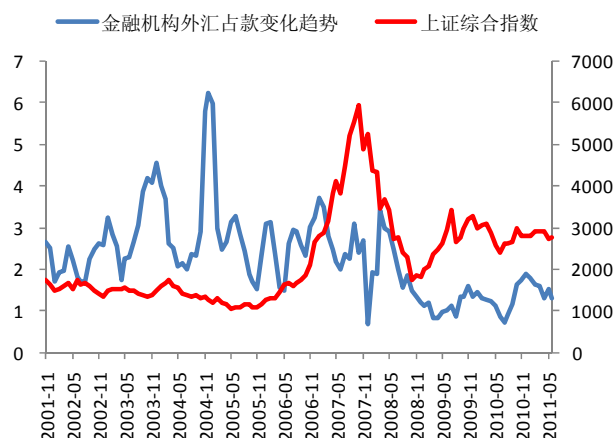
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-2：公开市场操作连续 8 周正净投放



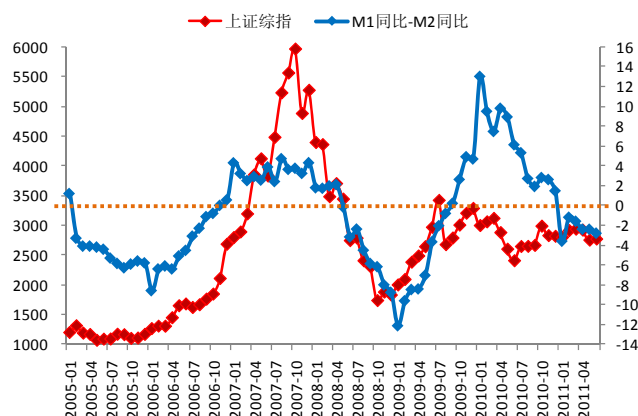
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-3: 金融机构外汇占款环比变化趋势



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-4: M2 同比-M1 同比与上证指数



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

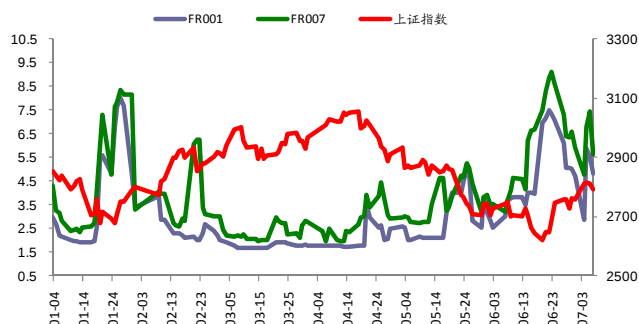
2、市场资金价格：紧缩叠加效应抬高了资金价格，人民币快速升值势头有所放缓

(1) “调准”催化市场资金价格创出金融危机后的新高。银行间同业拆借利率市场显示（见图 2-4），FR007 从 5 月 12 日央行宣布调准后，FR007 从 2.78 上涨到 6 月 23 日的 9.11，创出了年内的新高。

(2) 银行间国债长短利差重心快速下探显示了中国经济硬着陆的担忧。从图 2-5 可以看出，自去年 11 月上旬以来，银行间 10 年期/1 年期国债利差开始断崖式下跌，从 11 月 5 日的 1.76% 持续下滑，在今年 1 季度小幅反弹后，2 季度延续了下跌的趋势，并在 6 月 24 日触底为 0.31，目前维持在 0.5 左右。

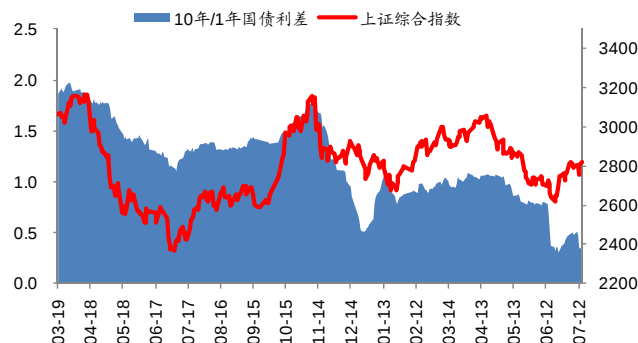
(3) 人民币快速升值的势头暂时得到平缓。在国内通胀高烧下，国内当局默认采用人民币升值作为应对通胀的手段之一。RMB NDF 从年初的 6.69 下降 4 月初的 6.39，此后小幅反弹回到 6.46 上震荡，加速升值势头暂时平缓。

图 2-4: 银行间同业拆借利率飙升创年内新高回落



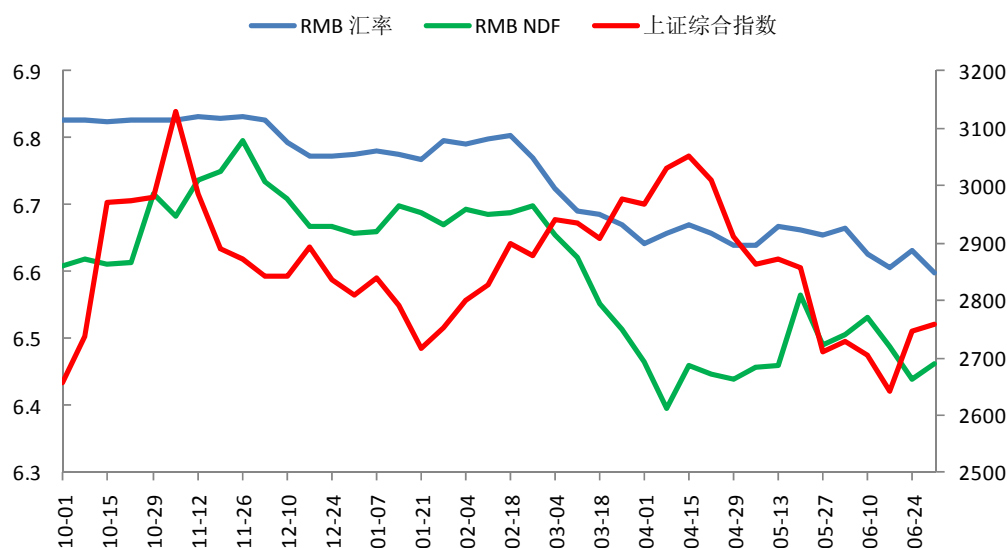
数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-5: 国债长短利差走低预示未来增长担忧加剧



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-6: 人民币汇率升值预期稍稍减弱

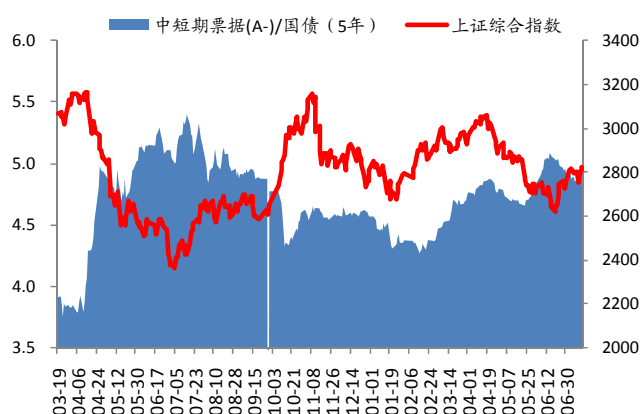


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

3、资金风险偏好: 经济软着陆降低了风险溢价率

从图 2-8 来看, 3 年期银行间固定利率债券到期收益率差 (AAA-AA) 在 4 月 7 日反弹至峰值 1.07% 后, 此后小幅回落至目前的 0.89 水平, 资金风险溢价率水平稍微下降。从图 2-7 来看, 中短期票据与国债的信用利差同样在 4 月达到高点后, 5、6 月份开始有小幅下降。

图 2-7: 中短期票据与国债的信用利差走势



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-8: 银行间企业债不同信用等级利差走势



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

4、小结: 货币紧缩调控变频, 阻止负利率恶化有利于改善市场流动性

中国人民银行行长周小川在 7 月 8 日表示, 中国能够容忍经济转型过程中所产生的一定程度的通胀。其阐述的核心逻辑是中国计划经济已令很多价格被扭曲, 而目前中国仍在

纠正这些价格的过程之中，由此引发额外的通胀，中国央行已准备好容纳这部分通胀。显然，中国政府准备以承受更高的通胀为代价进行特定生产要素领域的市场化改革，因此，可以预计，阻止负利率恶化，而非消除负利率成为央行价格型工具的政策目标。

考虑到 CPI 在 6 月份见顶后回落导致负利率有所缓解、PMI 下滑至景气拐点、持续一年多的紧缩调控叠加效果有待观察。因此，我们认为，下半年中国央行在货币紧缩方面的节奏变频在即，上半年“一个月调准一次，两个月加息一次”的频率将有变化。总体来说，上半年尤其是 2 季度国内宏观流动性高度紧张的局面在下半年将得到一定程度的纾解。

三、A 股市场内部资金流动性

1、资金边际净供给中长期分析：IPO 融资额折桂全球，边际净供给和累计供给均为持续负值

股票市场内部的资金供求关系是决定股市涨跌的最重要因素，尤其是市场内部资金的边际供求是决定市场涨跌幅度的直接动力。

资金边际净供给=资金边际供给-资金边际需求

= (新基金发行量+个人投资者新开户资金量+机构投资者增加资金量)

-(IPO+再融资+配股+成交量×佣金及印花税率+解禁规模×抛售比例)

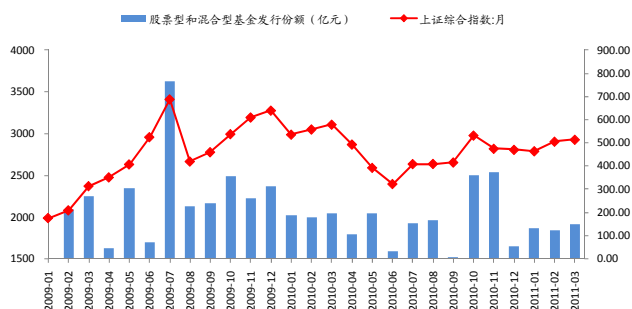
没有考虑基金赎回、可转债发行等因素，主要是考虑到基金一般通过仓位控制化解了基金赎回的影响，且数据可得性差；转债发行基本为债券型基金消化，与股票型基金、偏股型基金等股市资金有一定的隔离。

(1) 从历史数据来看（见图 3-1、图 3-2、图 3-3、图 3-4），可以得出两点结论：一是基金的发行数量和份额依赖于股市行情，而不是相反；二是今年新增基金开户数持续处于高位水平，几乎为 2009、2010 年的一倍多。

(2) 从图 3-5、3-6 来看，IPO 市场扩容压力和限售股解禁峰值往往成为市场行情走势的终结因素。2011 年上半年 A 股（IPO+增发+配股）融资依然延续 2010 年折桂全球的势头，下半年如果融资潮在节奏和数量上没有放缓，市场依旧会受到重压；不过股改后的限售股解禁高峰已经过去，限售股解禁回归到常态水平，7、8 月份限售股解禁量分别仅为 1100 亿元和 2170 亿元。

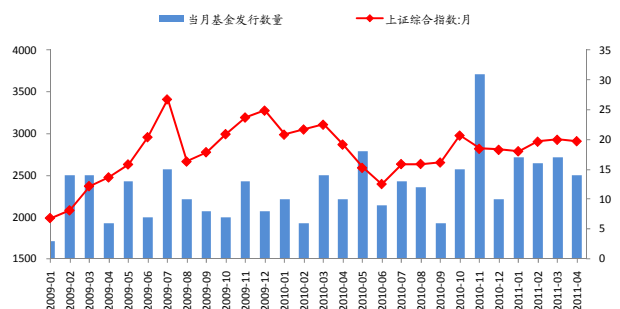
(3) 从图 3-7、图 3-8、图 3-9 和图 2-10 来看，尽管资金供给方面包括新基金发行、券商集合理财和证券投资信托等增速均比较正常，但是今年以来边际资金净供给和累计资金供给均为负值，说明市场资金池子的流动性下降，整个市场的市盈率估值下降也成必然。

图 3-1：股票型和混合型基金发行份额



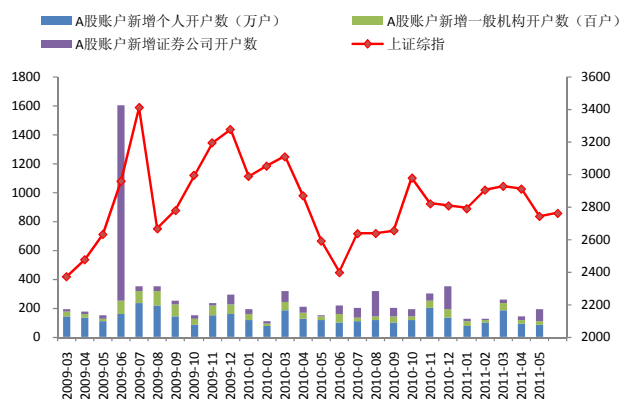
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-2：当月基金发行数量与上证指数



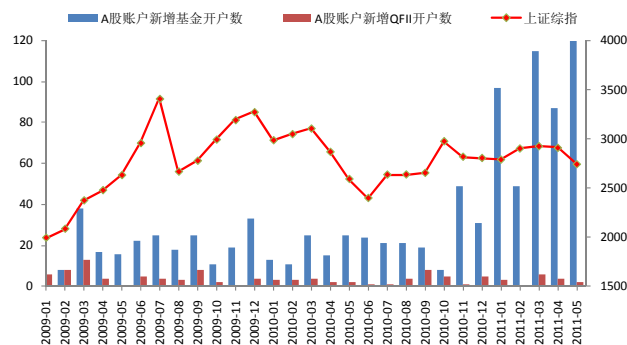
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-3: 机构、证券公司、个人开户数与上证指数



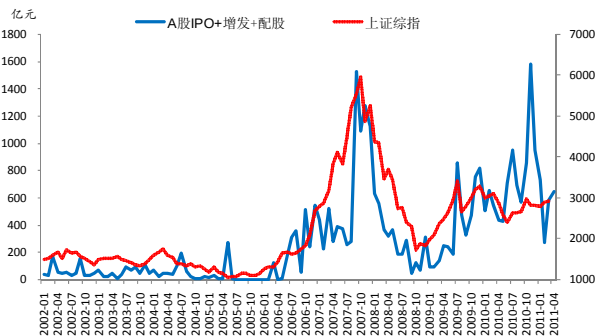
数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 3-4: 基金开户数今年不断创出新高



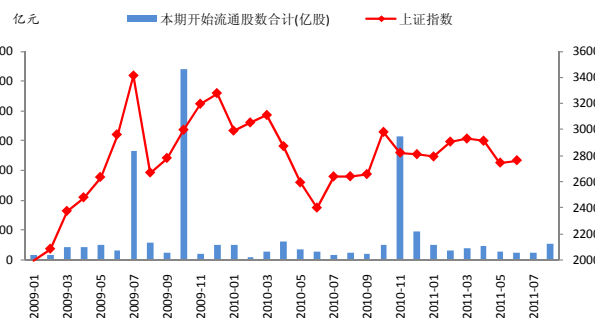
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-5: 供票供给 (IPO+增发+配股) 与上证指数



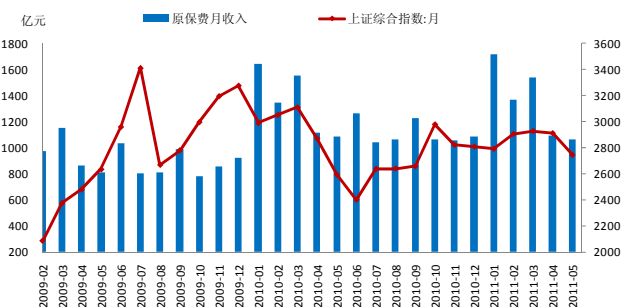
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-6: 7月解禁股压力整体偏小



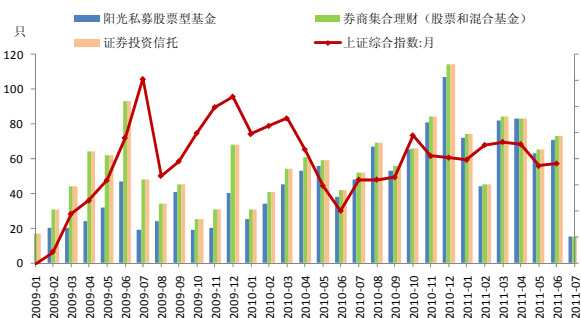
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-7: 2 季度保费增速持续下降



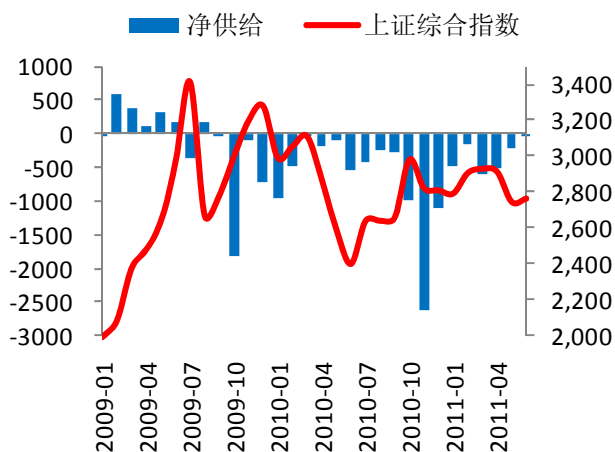
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-8: 集合理财、阳光私募和证券投资信托



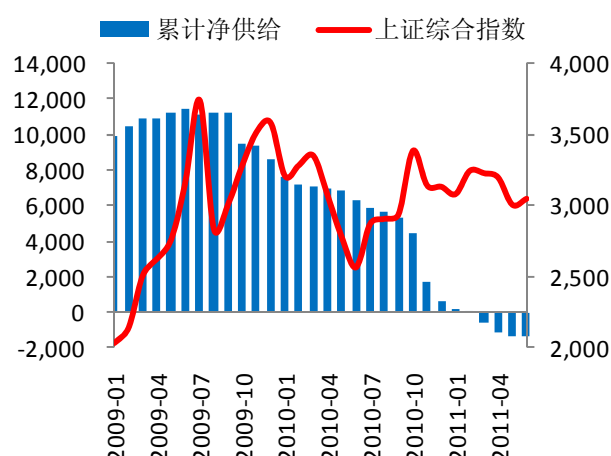
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-9: 测算的长期资金边际净供给与上证指数



数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-10: 测算的长期累计资金供给与上证指数

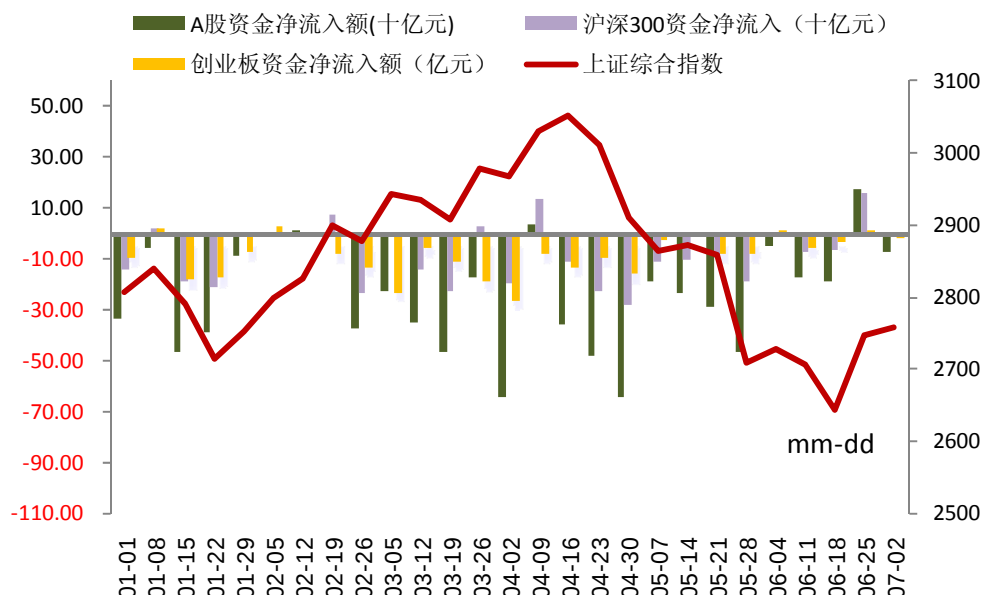


数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

2、市场资金流向结构：市场净流出渐止血，金融保险、建筑、公用事业等成净流出最大行业

(1) 从资金市场流向来看，今年以来，A股市场除了三周净流入之外，其余时间均为净流出，3月份至4月初的反弹行情伴随着的是市场资金的大幅净流出，客观上也说明了行情的不可持续性。6月份开始A股市资金流出额大幅收窄，月底最后一周出现了今年以来唯一的A股、沪深300和创业板等三大市场均为正流入现象。

图 3-14: 资金的市场流向结构



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

(2) 从资金行业流向来看，以7月12日为基点，倒推统计结果显示（见图 3-15），行业资金净流出方面，制造业、采掘业和金融保险为今年2季度资金净流出最大的三个板块，尤其是制造业无论从短期还是长期来看，均为排名第一的净流出行业。行业资金净流入方面，交运仓储占据榜首，物流行业未来迎来高速增长长期受到了资本市场的青睐；但是，

季度资金净流入为正的行业依然是没有。

图 3-15: 资金的行业流向

7-11 最近交易日净流入资金				累计一周净流入资金			累计20日净流入资金			累计60日净流入资金		
前三名	行业	金额	涨跌幅	行业	金额	涨跌幅	行业	金额	涨跌幅	行业	金额	涨跌幅
净流入为正行业												
1	交运、仓储	1.4	0.8	交运、仓储业	8.9	1.1	采掘	17.0	4.5	无		
2	批发零售	0.8	0.9	农林牧渔业	7.5	1.5	交运仓储	8.9	4.4			
3	制造业	0.6	0.9	金融、保险业	3.1	-1.6	房地产	7.5	8.6			
净流入为负行业												
1	金融保险	-6.3	-0.5	制造业	-37.1	1.3	制造业	-153.7	7.8	制造业	-1698.0	-4.6
2	建筑业	-5.0	1.2	建筑业	-5.2	0.7	公用事业	-22.5	2.9	采掘业	-205.7	-6.4
3	公用事业	-4.6	0.5	采掘业	-4.4	-0.9	综合类	-13.8	8.0	金融保险	-147.2	-7.7

数据来源: WIND, 宏源证券研究所整理

(3) 从资金个股流向来, 以 7 月 11 日为基点, 倒推统计结果显示, 食品饮料中的白酒成为资金净流入的主要对象。从季度数据来看, 五粮液和贵州茅台为代表的白酒板块、广深铁路、南方航空为代表的交运板块、保障房概念的中国建筑为主要的资金净流入对象; 包钢稀土、西藏发展等利好兑现个股、特变电工和金风科技受未来行业不确定增加影响的新兴产业投资热度退潮。个股资金流行整体上与行业资金流向比较吻合。

图 3-16: 资金的个股流向

2011-7-11											
前10名		最后交易日		累计5交易日		累计20交易日		累计60交易日			
股票名称	金额 (亿元)	涨跌幅 (%)	股票名称	金额 (亿元)	涨跌幅 (%)	股票名称	金额 (亿元)	涨跌幅 (%)	股票名称	金额 (亿元)	涨跌幅 (%)
净流入为正											
1 五粮液	1.96		2 五粮液	4.57		2 五粮液	10.18		6 五粮液	38.09	24
2 包钢稀土	1.88		8 中科三环	3.64	12	万科A	9.73		1 民生银行	14.09	-2
3 中科三环	1.59		4 方大炭素	3.12	0	中联重科	8.79		5 中国建筑	8.32	5
4 中联重科	1.49		9 兴业银行	2.88	-2	兰花科创	8.70		5 南方航空	8.09	7
5 一汽夏利	1.12		4 山东黄金	2.71	0	金地集团	8.24		0 兰花科创	7.99	9
6 四川长虹	1.02		6 中国宝安	2.28	-2	中信证券	7.93	-2	0 贵州茅台	7.59	25
7 宁波韵升	0.95	10	爱建股份	1.83	-1	中国建筑	6.57	-2	2 上海汽车	6.83	-5
8 金鹰股份	0.88		9 中国国航	1.78	-2	三一重工	6.11		2 广深铁路	5.62	16
9 闰土股份	0.87	0	四环生物	1.76	-4	上海汽车	5.73	-2	-2 东材科技	4.81	10
10 兴业银行	0.78	0	攀钢钒钛	1.72	2	葛洲坝	5.47		3 爱建股份	4.51	13
净流入为负											
1 葛洲坝	-3.71		3 包钢稀土	-8.64		1 包钢稀土	-36.29	-4	4 包钢稀土	-52.98	9
2 三峡水利	-1.84		4 葛洲坝	-5.68	5	西藏发展	-12.26	-6	6 TCL集团	-26.93	35
3 安徽水利	-1.67	0	包钢股份	-5.67	-2	五矿发展	-9.44	-2	-2 三一重工	-26.61	-3
4 中船股份	-1.65	-1	民生银行	-4.35	-2	天山股份	-9.06	-4	0 特变电工	-22.33	-16
5 招商银行	-1.48	2	吴华能源	-3.62	-3	山推股份	-8.68	0	0 西藏发展	-19.98	19
6 塔牌集团	-1.22	-2	江淮动力	-3.55	3	TCL集团	-7.09	-3	-3 西山煤电	-19.11	-11
7 辽通化工	-1.18	-2	海螺水泥	-3.44	1	青松建化	-6.99	-4	0 包钢股份	-18.39	-4
8 平煤股份	-1.08	-1	农业银行	-3.41	-1	鼎立股份	-6.09	-7	-7 三爱富	-17.77	38
9 浦发银行	-1.04	-1	五矿发展	-3.30	-2	包钢股份	-5.65	-4	-4 金风科技	-17.06	-24
10 华夏银行	-1.01	0	安徽水利	-3.14	14	凯迪电力	-5.47	11	11 光大银行	-16.10	-13

数据来源: WIND, 宏源证券研究所整理

4、小结: 市场资金净流出逐渐止血, 房地产限购扩大有可能促进股市和房市的“跷跷板效应”

我们认为, 目前市场资金净流出状态逐步止血, 宏观调控导致投资增速开始放缓, 实体经济对资金信贷的需求减少, 这些因素都导致资本市场流动性得到改善。加上近期 IPO 的规模以及大小非解禁规模相对 1、2 季度大幅度减少, 随着市场情绪的回暖, 目前

外围资金入场意愿疲弱状态将得到改观。

7月12日消息国务院常务会议研究部署继续加强调控工作，房地产限购政策从一线城市扩大到二三线城市。房地产市场对投资资金的吸纳受到大幅度抑制，有可能随着A股市场的回暖，再次出现股市和房市的跷跷板效应。

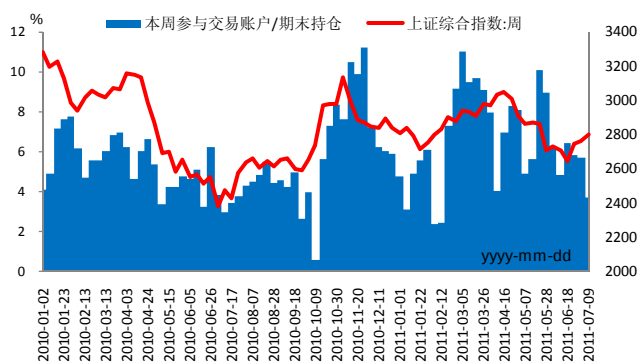
四、A 股市场情绪

1、交易者参与情绪和新股表现：投资者参与情绪有所回暖，新股首日涨幅回升

从周度参与交易账户比例来看（见图 4-1），今年 5、6 月份参与交易账户/期末账户比的波动性降低，谷底维持在 3.5% 以上，指数的再次探底，没有伴随冰点市场情绪的出现，市场交易者参与度有所回暖。

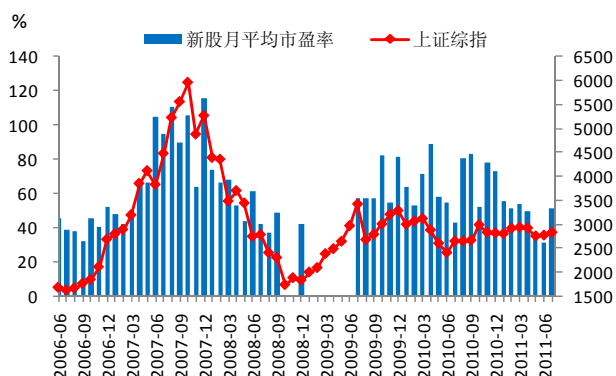
从图 4-2、图 4-3 来看，新股发行市盈率去年平均为 60-80 倍之间，2011 年 1 季度下降为 51-55 区间，2 季度的 5、6 月份下降为 35 和 31，7 月开始反弹到 50 以上。新股首日涨幅今年下降幅度更大，1 季度新股首日涨幅平均为 13%，2 季度新股破发频频，季度平均涨幅为 7.6%。但是 7 月份后，新股首日涨幅表现大相径庭，上半旬新股首日涨幅达到 95.89%。

图 4-1 投资者参与情绪有所回暖



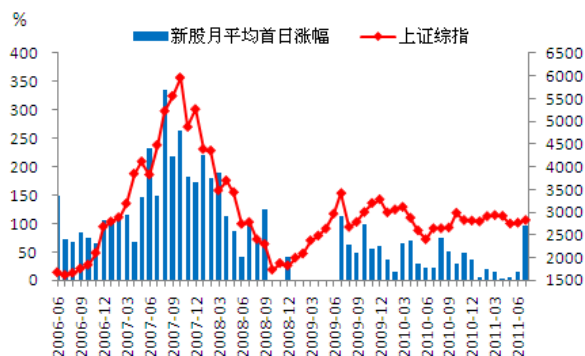
资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 4-2 新股发行市盈率月均值 6 月探底



资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 4-3：新股首日平均涨幅 7 月走高



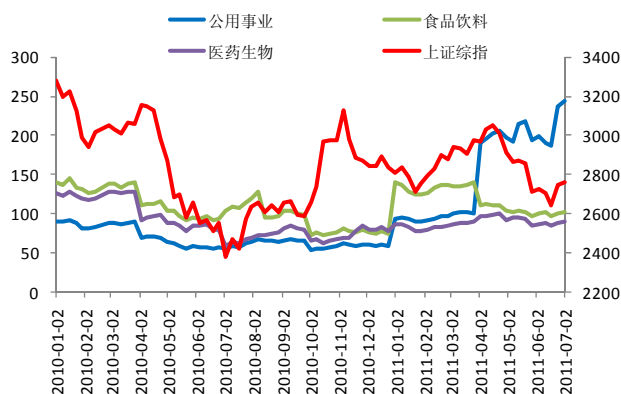
资料来源：WIND，宏源证券研究所

2、行业估值和市场板块估值：医药失去传统防御功能，中小板和蓝筹估值剪刀差再次呈扩大趋势

结论一，从行业市盈率估值来看（见图 4-4、图表 4-5），受前期实体经济硬着陆担忧情绪的影响，防御性最强的电力、燃气和水等公用事业板块估值得到抬升，传统的防御性板块医药估值却持续走低，未能显示防御性功能。强周期性行业中，制造业估值在经历了前面的下跌后，估值水平止跌回升，房地产估值水平再次创出新低，说明市场对房地产行业未来增长依然保持谨慎。

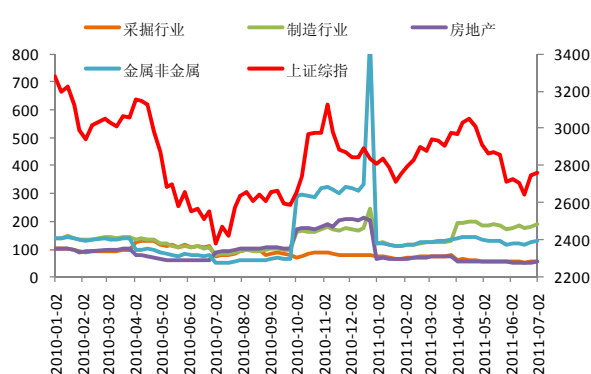
结论二，动态估值方面（见图 4-6、图 4-7），截至 2011 年 7 月 14 日，沪深 300、中小板市盈率分别为 13.82 和 38.71，市净率分别为 2.21 和 4.42。小盘与沪深 300 市盈率估值差（TTM）从今年 2 月的 29.71 持续下降到 5 月份的 21.51，之后反弹平稳回升，说明中小盘的未来增长再次得到资本市场的青睐。从统计经验来看，市净率估值剪刀差一般波动则是限制在 1.0-2.0 之间，触及区间线就会出现拐点走势，5 月份市净率剪刀差为 2.05，此后月度大盘指数出现回升，目前这一回升趋势未变。

图 4-4：防御性行业公用事业估值飙升后开始回落



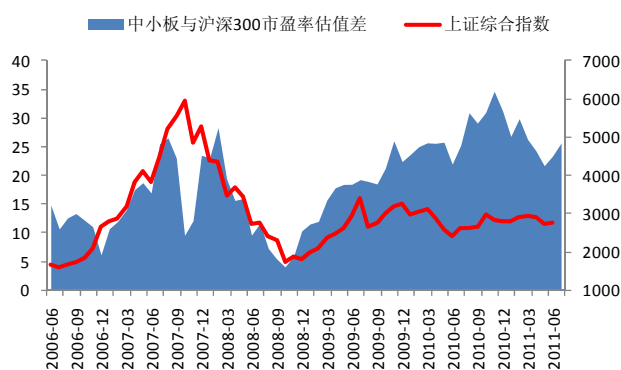
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-5：房地产和金属非金属估值持续走低



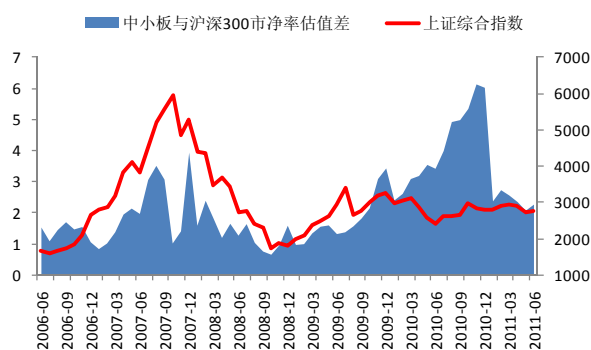
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-6：中小板与沪深 300 市盈率估值差



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-7：中小板与沪深 300 市净率估值差



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

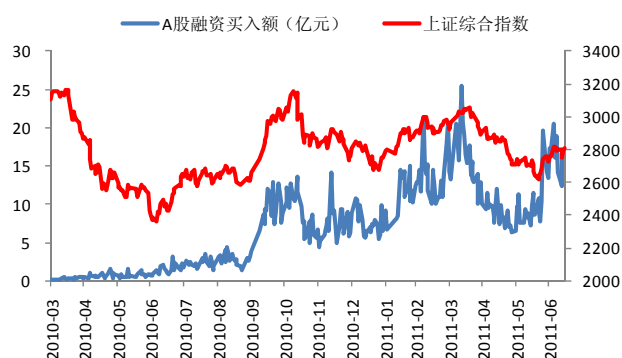
3、融资融券：多空力量均上升，有色、房地产和银行三行业成为对决主战场

从历史统计数据来看（图 4-8、4-9、图 4-10、图 4-11），融资余额和融券余额每一次出现剧烈的上下波动均为市场行情拐点到来的信号。自 6 月 24 日以来，两融市场的融资

余额一直处于稳步上升状态，尤其是本周以来，融资余额上升较快，整体上大户情绪开始回暖。融资净买入额最大的三个行业依次是贵金属和有色、银行和煤炭石油等能源。

而另外一方面，在做多力量上升之时，做空力量也在放大，多空分歧加剧。自 6 月 21 日到 7 月 11 日，融券余额从 1.85 亿元飙升到 2.98 亿元。在融券卖出中，房地产、有色金属和银行排名前三。

图 4-8：融资买入额出现峰值往往是市场转折点



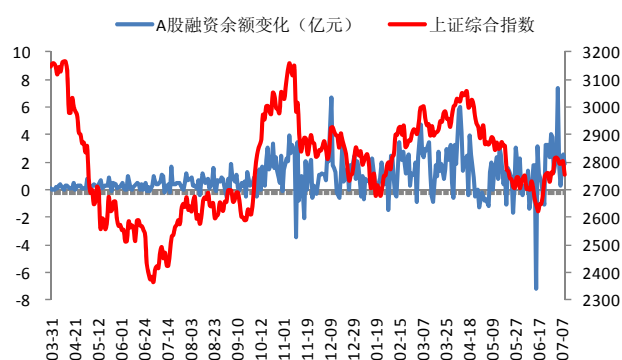
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-9：融券余额 6 月底以来再次加速上升



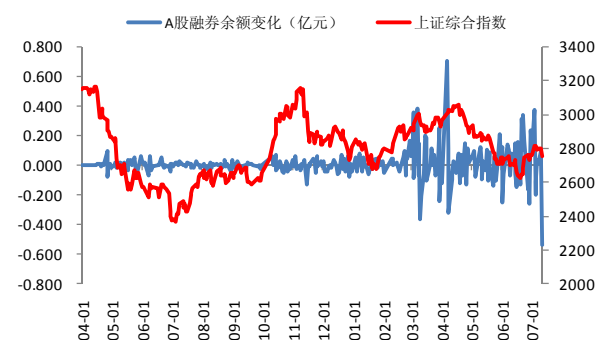
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-10：融资买入额波动剧烈是市场转折点



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-11：融券余额 6 月底以来波动加剧



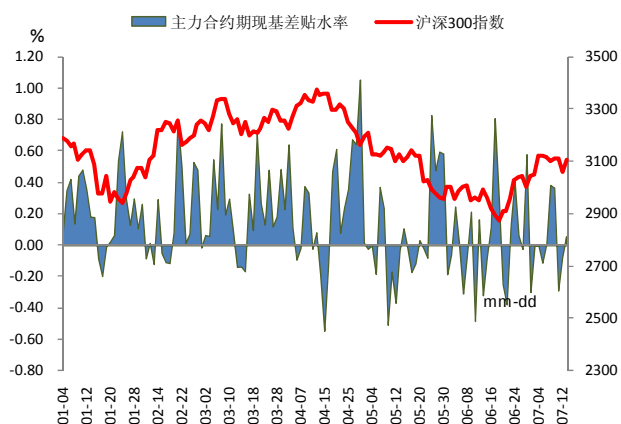
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

4、股指期货：持仓量比例和主力合约贴现率均表明市场处于纠结状态，多方力量略微占优

(1) 从图 4-12 和图 4-13 来看，主力合约期现贴水率由正转负变化时，通常预示着沪深 300 走势拐点的来临。基差贴水率 6 月下旬以来正负交叉反复出现，意味着市场行情未来预期处于进退两难的状态；7 月份贴水率正负转换更为频繁，行情的不确定性增加。

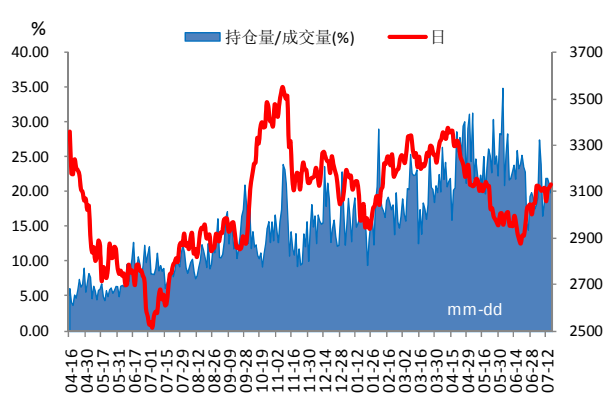
(2) 从图 4-8 来看，股指期货持仓量/成交量比突然出现峰尖时意味着预期一边倒，市场行情将出现拐点。当前，该比重自从 7 月 5 日快速上升到 27% 水平后，一直维持在 20% 窄幅区间波动，应该说，这是未来行情预期不明朗的特征。

图 4-12: 主力合约期限贴水差尖峰是市场逆转的信号



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 4-13: 持仓量比率剧烈波动都是市场拐点



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

5、小结: 市场情绪有所回暖, 未来市场预期的分歧阻碍继续升温

五、市场交易者行为分析

1、上市公司及高管市场行为：疯狂的高管“减持潮”

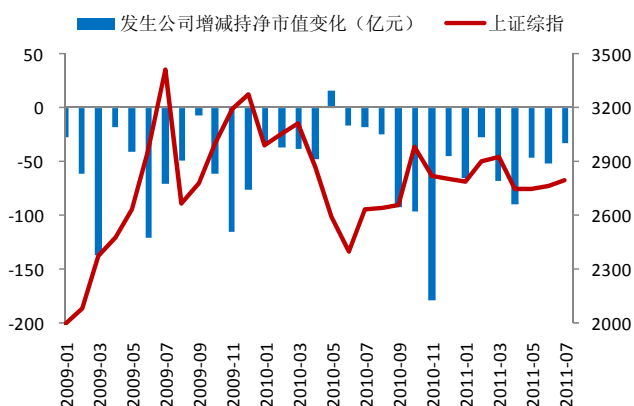
(1) 从上市公司及高管增减持金额（见图 5-1、图 5-2、图 5-5），公司性减持行为在 4 月份见顶后逐步减少，上市公司高管减持行为在 5、6 月份呈现爆炸性增长，创出了历史新高。上市公司增减持负净额在 4 月份达到 90 亿元，达到今年上半年的峰顶，此后 5、6 月份下降为 47 亿元、52 亿元，7 月份前半月为 32 亿元；上市公司高管增减持负净额前四个月平均为 3.7 亿元，5、6 月份达到历史性的天量 10 亿元、18 亿元，7 月份上半月快速下降为 0.71 亿元。

(2) 从上市公司及高管增减持的公司数量来看（见图 5-3、图 5-4、图 5-6），发生公司和高管增减持行为的上市公司负净数量 5 月开始翻倍上升，尤其是高管减持行为出现井喷，今年 5 月、6 月、7 月上半月分别为 98 家、102 和 78 家。其中，公司性增减持上市公司数量变化相对平稳，在 3 月份达到 53 家后，5 月、6 月、7 月上半月分别为 31 家、46 家、24 家；高管增减持行为突然急剧增加，前四个月数量均维持在个位数，5 月份后减持数量持续在 100 家以上，尤其是创业板和中小板成为高管减持重灾区。

(3) 从增减持的行业和市场板块来看（见图 5-8），2011 年 4 月份以后，发生公司和高管增减持的上市公司净数量持续超过 100 多家，其中石化塑料、信息技术、机械仪表成为减持排名前三行业，机械仪表、信息技术、金属非金属成为 7 月份以来增持排名前三行业。

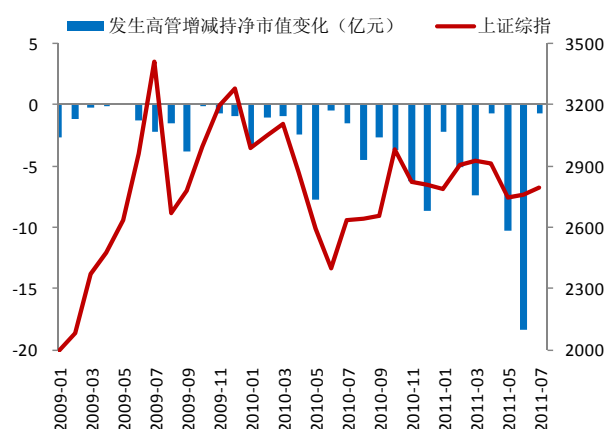
(4) 我们认为，5 月、6 月突发公司高管减持疯狂潮可能有两方面的原因：一是 2009 年金融危机后 IPO 重启以来，A 股市场 IPO 数量和融资规模均为全球翘首，作为高 PE 发行制度的受益者，公司高管抓住机会兑现制度红利属于理性选择；二是持续的货币紧缩和经济增长放缓担忧，公司未来增长不确定性加大，高管的积极套现有利于实现自身财富的最大化。

图 5-1：公司增减持净额与上证指数



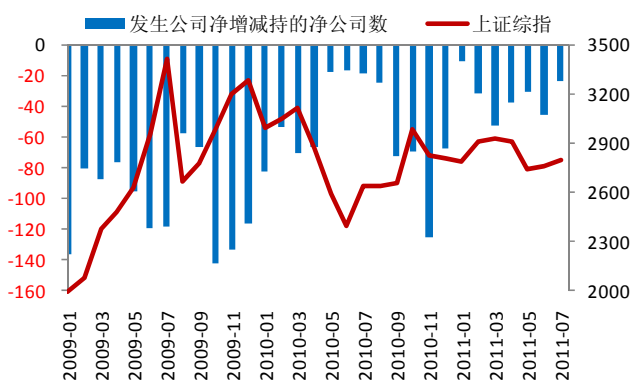
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-2：高管增减持净额与上证指数



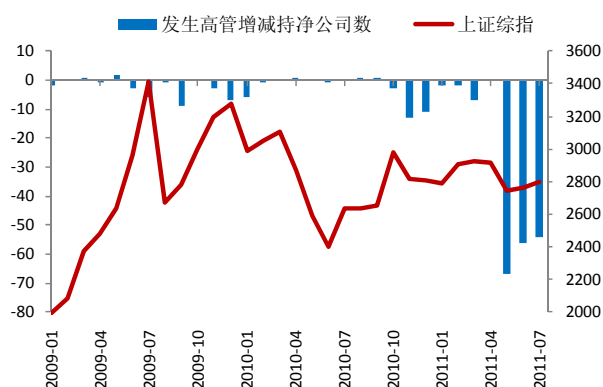
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-3: 发生公司性净增持公司数与上证指数



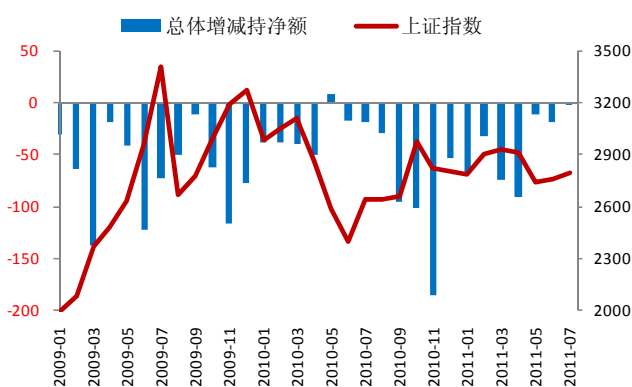
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-4: 发生高管净增减持公司数与上证指数



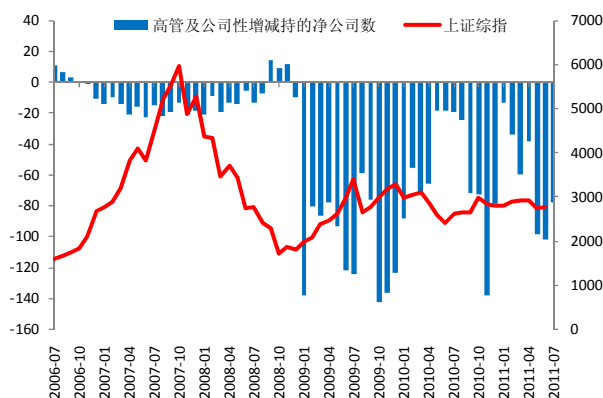
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 5-5: 公司、高管增减持净额与上证指数



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-6: 公司、高管净增减持公司数与上证指数



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 5-7: 高管和公司性增减持的行业分布

发生公司、高管增持的上市公司数			发生公司、高管减持的上市公司数			增持行业分布		减持行业分布	
月份	公司增持	高管增持	合计	公司减持	高管减持	合计			
2011-01	21	5	26	32	3	35	前三名是批发零售、石化塑料、机械仪表	前三名是机械仪表、金属非金属、石化塑料和信息技术	
2011-02	2	3	5	34	1	35	前三名是医药生物制品、交通运输仓储业、机械仪表	前三名是机械仪表、电子、金属非金属、信息技术	
2011-03	9	10	19	62	3	65	前二名是批发和零售贸易、机械仪表	前三名是机械仪表、石化塑料、金属非金属	
2011-04	5	1	6	110	1	111	前三名是机械仪表、批发和零售、信息技术、医药生物	前三名是机械仪表、石化塑料、纺织服装、医药生物	
2011-05	15	52	67	46	119	165	前三名是石化塑料、机械仪表和金属非金属	前三名是石化塑料、信息技术和机械仪表	
2011-06	12	63	75	58	119	177	前三名是机械仪表、石化和信息技术	前三名是石化塑料、信息技术和电子	
2011-07	8	28	36	32	82	114	前三名是机械仪表、信息技术和金属非金属	前三名是石化塑料、机械仪表和信息技术	

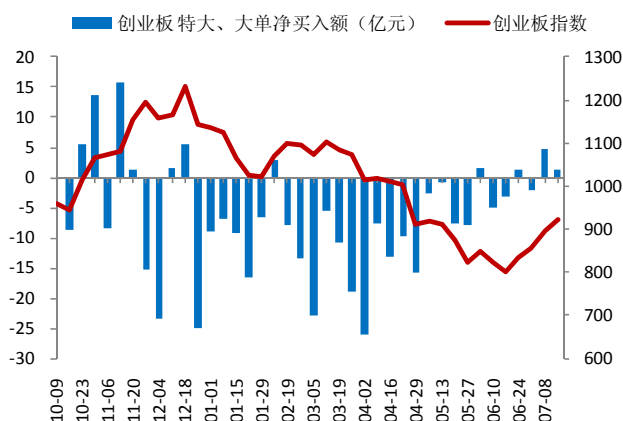
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

2、社保、保险公司、基金等机构：特大、大单交易在创业板率先连续小额正净买入，基金仓位略偏低

(1) 交易指令流

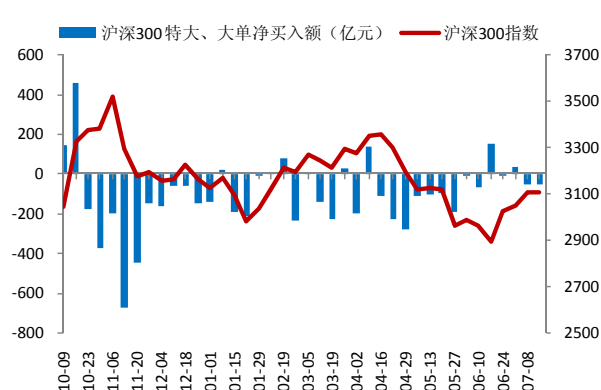
从交易单据的周度统计来看（见图 5-8、5-9、5-10）：A 股市场的特大、大单净卖出额 6 月开始大幅度减少，7 月份前两周更是下降到仅为 60 亿元，远低于 5 月、6 月份周平均 293 亿元、152 亿元，其中创业板市场呈现特大、大单 7 月开始连续两周净买入的现象，也就是说，创业板和中小板重新受到资本的青睐。

图 5-8：创业板特大、大单净买入 6 月底有负转正



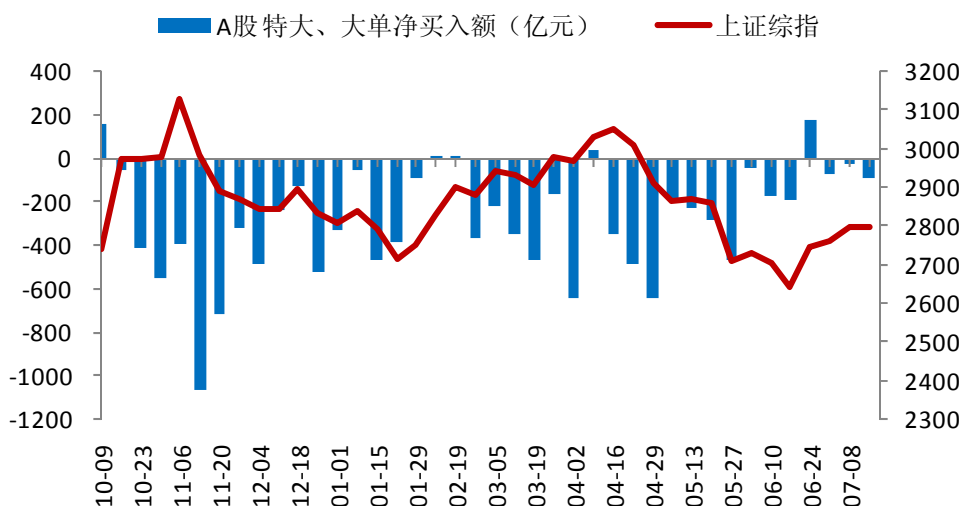
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-9：沪深 300 特大、大单净买入 6 月底为小负数



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-10：A 股特大、大单净卖出额 6 月后大幅度减少



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

(2) 测算的基金仓位

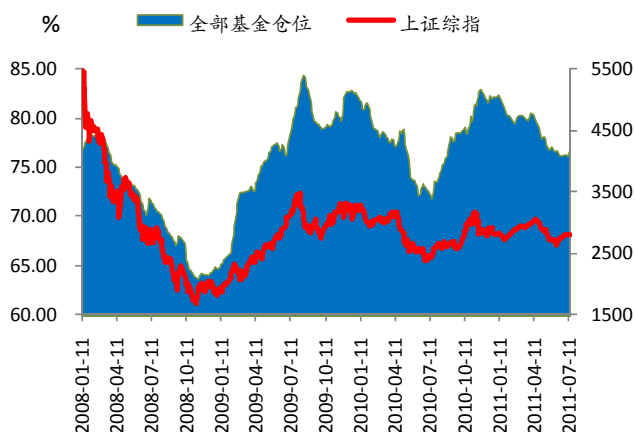
基金的仓位及行业配置是市场的重要风向标。但是，季度公布的基金仓位及行业配路，无法满足市场预期的频率要求。这里，我们尝试通过投资组合多因素、线性最优化模型，

应用 SAS 程序测算基金仓位的动态变化过程（见图 5-11、图 5-12、图 5-13、图 5-14）。

结论 1: 基金仓位能很好地体现 A 股市场信心和判断未来趋势。通过基金仓位与上证综指的比较可以看出，基金仓位与大盘指数高度相关，整体基金仓位的浮动区间为 65%-85%，只要基金整体仓位触及 85% 的红线，大盘指数会随之见顶，基金仓位接下来将持续下降；反之，在整体基金仓位碰到 65% 左右的底部时，大盘指数触底反弹会随之发生。

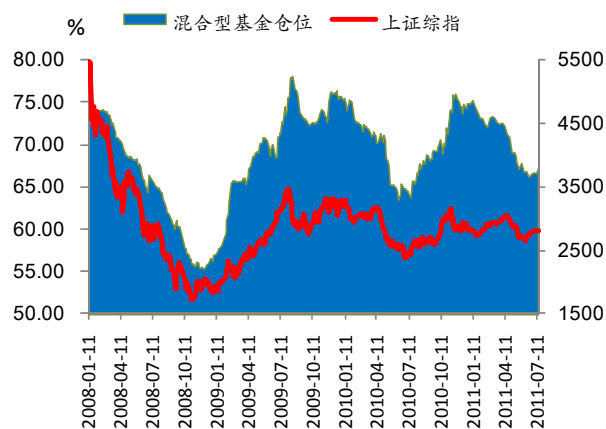
结论二: 从当前趋势来看，全部基金仓位自 4 月初 80.53% 开始回落，6 月底达到 76.19%，7 月份有所反弹为 76.79%，位于长期区间的中值水平。其中，2 季度开放式基金仓位下降速度要高于封闭式基金，其原因是低迷的市场情绪使得开放式基金面临巨大的赎回压力。

图 5-11: 全部基金仓位测算



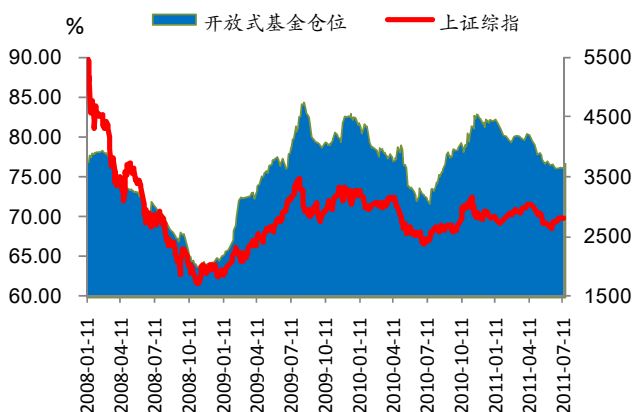
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-12: 混合基金仓位测算



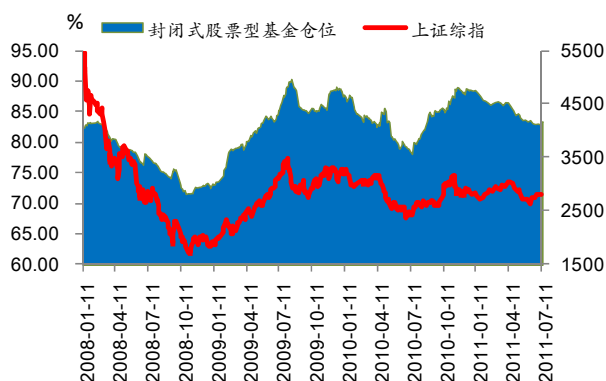
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-13: 开放式股票基金仓位测算



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-14 封闭式股票基金测算



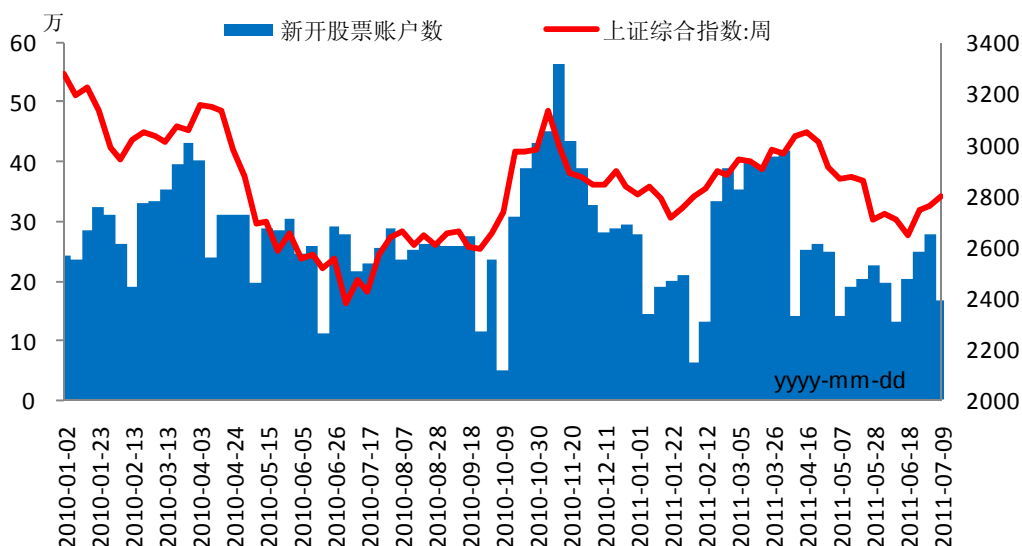
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

3、个人投资者行为: 新增股票开户数和市场交易活跃度均处于底部区域

(1) 新开股票账户数处仍然处于底部区域

新增股票账户开户数和上证指数高度相关，新开账户数发生极端下降时，往往预示着市场情绪冰冷到极点，发弹或反转行情接近很快到来。从历史统计来看，新开股票账户数低于 10 万，往往会迎来一波情绪冰点反弹行情。7 月份第一周新开股票账户数为 16.86 万，比前周的 27.87 万户，下降了 38%。

图 5-15: 沪深两市新开股票账户数依然处于底部区域

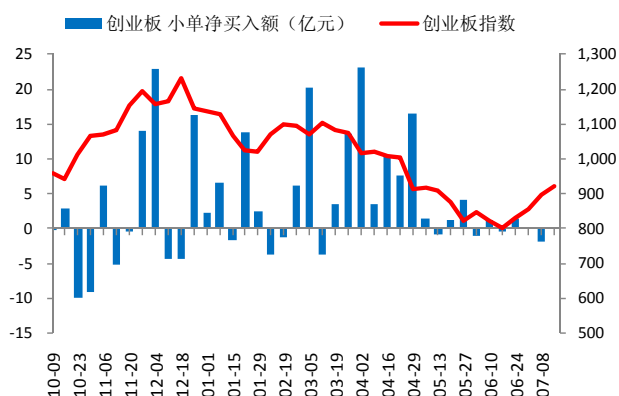


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

(2) 交易指令流

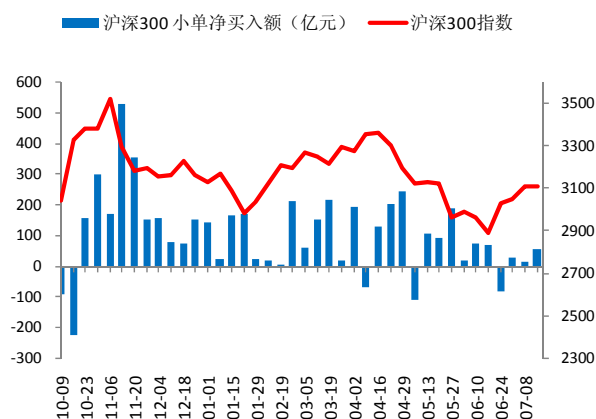
从图 5-16、图 5-17、图 5-18 来看: 5 月份以来, 小单交易者的交易非常冷清, 净买入额持续在低位。其中, A 股最近连续三周小单净买入额分别为 117.19 亿元、88.87 亿元和 103.43 亿元, 创业板最近三周小单买入量分别为 0.13 亿元、-1.84 亿元和 0.17 亿元, 沪深 300 最近三周小单买入量分别为 26.51 亿元、14.45 亿元和 55.03 亿元, 仅为正常水平的 1/4-1/3 水平之间。

图 5-16: 创业板小单净买入额 5 月以来处于低水平



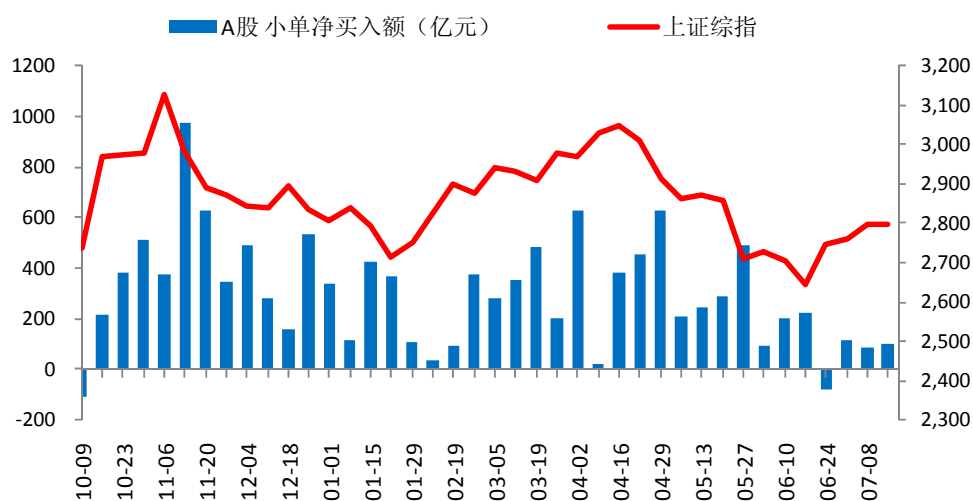
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-17: 沪深 300 小单净买入额 5 月后不足百亿



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 5-18: 小单净买入额连续三周小额为正



资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

4、小结：疯狂的高管减持潮压制市场未来信心，基金仓位在中值得区域止跌，多空博弈等待更清晰的信号

分析师简介:

邴彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

邓海清: 宏源证券研究所投资策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。