

流动性改善可持续 市场情绪与指数走势背离

投资要点:

从全球资金流动性看，8 月美联储 FOMC 会议声明更加进一步明确了超低利率政策持续时间到 2013 年，并暗示保留 QE3 的权力。欧美公共债务危机将一定程度上绑架央行维持长时间的超低利率政策，发达经济体和新兴市场的政策协调变得更为重要。欧美公共债务危机和实体经济复苏二次探底担忧，资金避险情绪浓厚，8 月份大规模流出权益市场和债券市场，货币市场再次受青睐，表现为欧美发达国家市场股市出现暴跌，美国股市单周资金净流出创 2009 年以来的新高。

从国内宏观流动性及风险偏好来看，持续紧缩货币政策效果开始显现，货币乘数开始下降，流动性压力得到纾解，为下半年通胀下降创造了货币条件。在流动性数量供给上，7 月份 M1、M2 同比增速继续降低为 11.6% 和 14.7%，低于危机前正常水平，新增信贷为 4926 亿元，同比少增 252 亿元，低于此前各机构给出的 5500 亿元到 6500 亿元的预期。央行在公开市场进行了几乎不间断的两个半月正净投放，累计净投放达到 7110 亿元 FR007 从 6 月下旬的 9.11% 下降到目前的 3.24%，未来 A 股反弹的流动性条件具备。在 CPI 见顶回落预期确定、PMI 持续两个月处于荣枯线，美国请求中国需求援助的背景下，中国紧缩性宏观调控变频，加大结构调整扩内需将成为下半年的政策主线。

从 A 股市场内部流动性来看，IPO 节奏放缓，限售股解禁规模创 09 年以来的单月新低，市场内资金供需状态将明显改善。低估值增强了外部资金的吸引力，房地产调控出现的价滞涨、量萎缩会加速股市和房市的“跷跷板效应”到来。目前，A 股市场金融等诸多板块估值低于港股，IPO 发行市盈率也从去年平均的 60-80 倍降低 7、8 月份的 35 和 36 倍。从资金结构流向来看，低估值增加资产配置吸引力，金融服务、餐饮旅游成为净流入领域，机械设备、化工、医药生物成为净流出重灾区。

从市场情绪和市交易者行为来看，市场情绪诸多指标与重挫的大盘指数开始出现背离走势，高管及公司减持潮在 7 月达到峰值后有所收敛，尽管 8 月份高管减持行为依然规模不小，但是高管增持行为也有较大幅度增加，这既反映了高管个人利益的诉求，也反映对上市公司未来成长的信心差异。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，做空动能衰减明显，但是投资者信心有待政策面的进一步修复，如中国 401k 计划的推进；8 月份以来，尽管大盘指数受海外市场情绪的影响重挫，但是，整体基金仓位并没有随之下滑，而是保持上升趋势，并且开放式基金仓位增加超过封闭式股票基金。

宏源证券策略组:

研究支持

邓海清

电话: 021-51782235

Email: denghaiqing@hysec.com

首席分析师

郇彬 (S008051101001)

电话: 010-88085952

Email: libin3@hysec.com

相关研究

《美欧欲“刮骨疗毒”，新兴市场筑坝防洪》.....2011/08/07

《基金季报：仓位略下降，行业配置转换明显》.....2011/07/27

《紧缩调控或变频，市场情绪逐渐回暖》.....2011/07/17

《如期加息昭示调控未放松》.....2011/07/08

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

《国际板胎动：A 股市场如何迎接？》.....2011/6/26

《流动性难乐观，市场情绪大反弹尚待时》.....2011/5/16

《“调准+税款清缴”加剧市场流动性紧张》.....2011/05/15

目录

一、全球资金流动性及风险偏好.....	5
1. 全球资金价格：FOMC 明确长期低利率政策维持到 2013 年.....	5
2. 全球资金流向结构：权益市场资金大失血，避险情绪高涨导致资金巨幅流入货币市场.....	6
3. 资金风险偏好：欧美公共债务问题加剧市场避险情绪，风险溢价快速飙升.....	8
4. 小结：发达经济体公共债务危机延长超低利率周期长度.....	9
二、国内宏观流动性及风险偏好.....	11
1. 货币数量投放：M0、M1 同比增速和 7 月信贷低于市场预期，持续近 3 个月公开市场净投放缓解资金饥渴.....	11
2. 市场资金价格：投资增速放缓和持续净投放导致短期资金价格大幅下降，人民币升值连续冲关.....	12
3. 资金风险偏好：海外不确定因素大幅抬升了风险溢价率.....	13
4. 小结：“老大”放低身段求援，中国紧缩节奏将放缓，流动性最紧张时期或已过.....	14
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：资金需求规模压缩，边际资金净流出逐步放缓.....	15
2. 市场资金流向结构：低估值压制市场资金流出，金融服务、餐饮旅游成为净流入领域，机械设备、化工、医药生物成为净流出重灾区.....	17
4. 小结：低估值增强了外部资金的吸引力，房地产调控出现的价滞涨、量萎缩会加速股市和房市的“跷跷板效应”到来.....	18
四、A 股市场情绪.....	19
1. 交易者参与情绪和新股表现：投资者参与情绪未随股指再次重挫下滑.....	19
2. 行业估值和市场板块估值：周期性板块估值在底部相对稳定，中小板和蓝筹估值剪刀差见顶回落.....	19
3. 融资融券：多方潜伏空方占优，白酒开始成为主要的融券卖出标的.....	20
4. 股指期货：持仓量比例和主力合约贴现率均开始收敛，继续做空的动能衰退.....	21
5. 小结：市场情绪不随指数共舞，做空动能明显衰减.....	22
五、市场交易者行为分析.....	23
1. 上市公司及高管市场行为：疯狂的“减持潮”呈愈演愈烈之势.....	23
2. 社保、保险公司、基金等机构：特大、大单交易在沪深 300 市场的波动远小于创业板，基金仓位未随指数下滑而上升.....	25
3. 个人投资者行为：新增股票账户数未随指数大幅下滑，小单交易成为市场活跃者.....	27
4. 小结：8 月份高管增持行为有明显增加成为疯狂“减持潮”的亮点，基金仓位未随指数下跌而下滑.....	28

插图

图 1-1: 美元指数的历史性大底部形成	5
图 1-2: 核心 CPI 加速上升制约货币宽松的空间	5
图 1-3: 长期国债收益率急剧下滑显示消费类发达国家经济增长放缓	6
图 1-4: 全球股市资金流向——8 月美国国债评级事件加剧了资金流出权益性投资	6
图 1-5: 全球债市资金流向——避险恐慌情绪导致资金流出债券市场	7
图 1-6: 经济下行风险增加导致全球股市大失血	7
图 1-7: 避险情绪导致大量资金流入货币市场	7
图 1-8: 全球汇市价格走向	7
图 1-9: LIBOR-OIS 利差欧债风险远胜美国国债风险	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 8 月出现反弹	9
图 1-12: 公司债信用利差 6 月下旬触底快速回升	9
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: 货币供应紧缩 7 月创新低	11
图 2-2: 公开市场操作连续 8 周正净投放	11
图 2-3: 月新增贷款创下 09 年来的新低	12
图 2-4: 货币乘数下行临近 08 年危机水平	12
图 2-4: 银行间同业拆借利率快速下滑	13
图 2-5: 国债长短利差触底回升, 依然处于底部	13
图 2-6: 美国国债降级事件成为人民币加速升值的催化剂	13
图 2-7: 中短期票据与国债的信用利差走势	14
图 2-8: 银行间企业债不同信用等级利差走势	14
图 3-1: 新成立基金数与上证指数	15
图 3-2: 当月基金发行数量与上证指数	15
图 3-3: 机构、证公司、个人开户数与上证指数	16
图 3-4: 印花税+佣金持续下降	16
图 3-5: 供票供给 (IPO+增发+配股) 与上证指数	16
图 3-6: 8、9 月解禁股压力整体偏小	16
图 3-7: 保费收入下半年开始触底增加	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 投资者参与情绪未随指数大幅下降	19
图 4-2 新股发行市盈率月均值 6 月探底	19
图 4-3: 新股首日平均涨幅 7 月走高	19
图 4-4: 公用事业和医药生物市盈率下降明显	20
图 4-5: 制造业和房地产市盈率 7 月大幅下降	20

图 4-6: 中小板与沪深 300 市盈率估值差	20
图 4-7: 中小板与沪深 300 市净率估值差	20
图 4-8: 融资买入额 7、8 月份下降至前期底部	21
图 4-9: 融券余额 6 月以来始终维持高位	21
图 4-10: 融资余额 7、8 月份波动性小	21
图 4-11: 融券余额变化波动 8 月份突然剧烈	21
图 4-12: 主力合约期限贴水差再次放大	22
图 4-13: 持仓量比率剧烈波动都是市场拐点	22
图 5-1: 公司增减持净额与上证指数	23
图 5-2: 高管增减持净额与上证指数	23
图 5-3: 发生公司性净增持公司数与上证指数	24
图 5-4: 发生高管净增减持公司数与上证指数	24
图 5-5: 公司、高管增减持净额与上证指数	24
图 5-6: 公司、高管净增减持公司数与上证指数	24
图 5-7: 高管和公司性增减持的行业分布	24
图 5-8: 创业板特大、大单净买入 6 月底有负转正	25
图 5-9: 沪深 300 特大、大单净买入 6 月底为小负数	25
图 5-10: A 股特大、大单净卖出额 6 月后大幅度减少	25
图 5-11: 全部基金仓位测算	26
图 5-12: 混合基金仓位测算	26
图 5-13: 开放式股票基金仓位测算	26
图 5-14 封闭式股票基金测算	26
图 5-15: 沪深两市新开股票账户数依然处于底部区域	27
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	28

一、全球资金流动性及风险偏好

1. 全球资金价格：FOMC 明确长期低利率政策维持到 2013 年

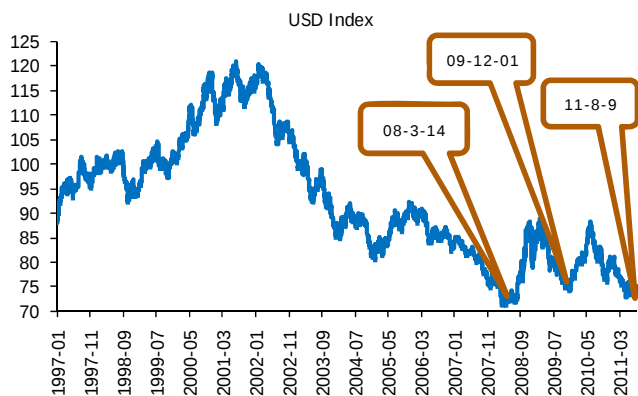
与 6 月份 FOMC 会议声明相比，备受关注的 8 月美联储 FOMC 会议声明更加进一步明确了超低利率政策持续时间到 2013 年，并暗示保留 QE3 的权力。可预计，尽管发达国家实体经济复苏的乏力绑架了全球超低利率周期，但是，应看到发达经济体通胀压力依然是上升，未来货币宽松程度超越当前可能性也极小。

美元指数（见图 1-1）自 2008 年金融危机以来出现三次探底，第一次是 2008 年 3 月 17 日，最低为 71.46；第二次是 2009 年 12 月 1 日，最低为 74.36；第三次是 2011 年 8 月 9 日，最低为 74.60。美联储长期超低利率政策将会使得美元指数长期维持在底部区域。

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，但随之而来的通胀压力开始走近，美国核心 CPI 开始加速上升 7 月份已经从 6 月份的 1.6 上升到 1.8；欧洲核心 CPI 在 7 月份反而下滑，从前月的 1.6 下降到 1.2，短期加息压力不存在。

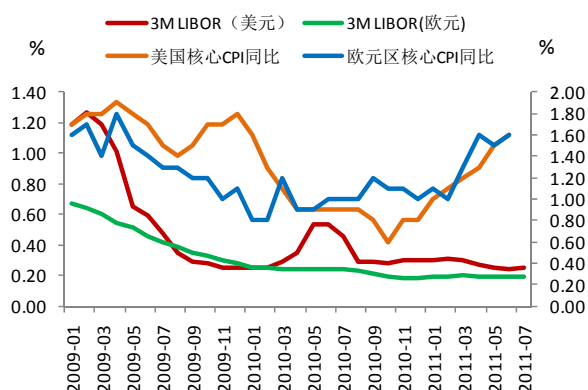
欧美发达经济体 10 年期长期国债收益率（见图 1-3）7 月份快速下降，中国 10 年期长期国债维持上行趋势不变。这反映了市场对于中国经济增长的信心，以及欧美经济增长下行风险的担忧加浓。

图 1-1: 美元指数的历史性大底部形成



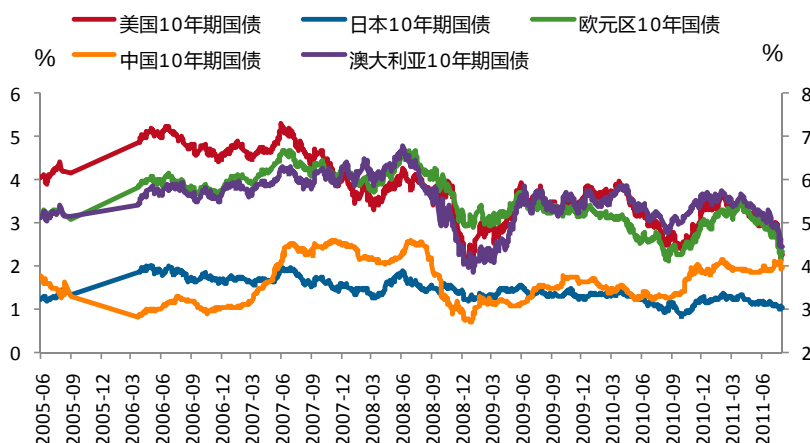
资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-2: 核心 CPI 加速上升制约货币宽松的空间



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所

图 1-3: 长期国债收益率急剧下滑显示消费类发达国家经济增长放缓



资料来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所

2. 全球资金流向结构: 权益市场资金大失血, 避险情绪高涨导致资金巨幅流入货币市场

从股票市场来看 (见图 1-6 和图 1-8), 7 月前两周全球股票市场呈现的资金净流入现象很快发生了逆转, 欧美公共债务危机和实体经济复苏二次探底担忧, 资金避险情绪浓厚, 8 月份大规模流出权益市场。尤其是欧美发达国家市场, 股市出现暴跌, 美国股市 8 月初两周持续净流出 94.69 亿美元和 194.04 亿美元, 单周流出创 2009 年以来的新高。

从债券市场来看 (见图 1-7), 8 月初的欧美公共债务危机和经济二次探底担忧共振, 恐慌性的市场避险情绪终结了球债券市场今年年初以来持续的资金净流入趋势。8 月第二周新兴市场债券净流出 8.59 亿美元, 发达国家净流出达到创纪录的 79.54 亿美元, 其中新兴亚洲债券流出额最小为 1.7 亿美元。这主要得益于新兴亚洲的巨额外汇储备和政府债务控制。

从货币市场来看 (见图 1-9), 货币市场 8 月第二周出现罕见的大规模资金净流入, 高达近 5 万亿美元, 结束了货币市场长期以来的资金净流出局面。从汇率市场来看, 美元贬值势头加剧, 尤其是对中国、巴西等新兴市场。

图 1-4: 全球股市资金流向——8 月美国国债评级事件加剧了资金流出权益性投资

全球股市资金流向 (亿美元)	08/10/2011	08/03/2011	07/27/2011	07/20/2011	07/13/2011	07/06/2011	06/29/2011
新兴市场	-74.46	-12.66	1.05	-11.40	7.96	12.29	23.23
中国大陆	-41.54	-3.60	-0.04	-2.06	6.07	8.91	24.35
中国香港	-10.76	-1.18	-0.99	-0.12	-2.04	5.79	1.84
新兴欧洲	-13.47	-1.91	-0.14	-4.38	0.14	1.34	0.22
发达国家	-194.04	-94.69	9.30	-32.38	6.34	51.93	-67.54
美国	-127.23	-75.77	-23.30	-46.53	19.73	40.11	-65.26
发达欧洲	-58.48	-12.23	32.78	11.94	-17.86	51.93	-67.54
日本	1.93	-1.65	1.26	1.27	9.26	5.88	-4.32
合计	-268.49	-107.35	10.34	-43.79	14.30	5.94	2.05

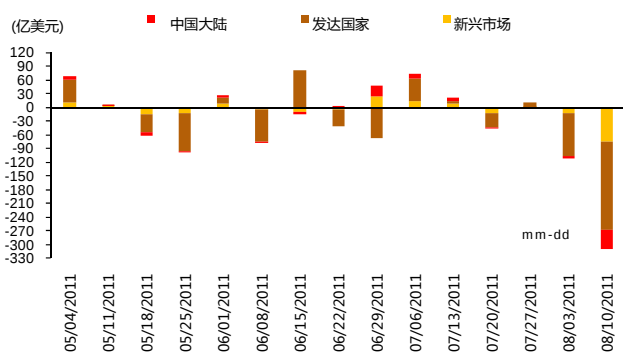
来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

图 1-5: 全球债市资金流向——避险恐慌情绪导致资金流出债券市场

债券市场资金流向(亿美元)	08/10/2011	08/03/2011	07/27/2011	07/20/2011	07/13/2011	07/06/2011
新兴市场	-8.59	8.52	7.61	3.69	6.53	5.99
新兴亚洲	-1.70	3.81	3.22	2.25	3.09	2.34
新兴欧洲	-4.78	3.19	2.95	0.79	2.29	2.45
发达国家	-79.54	-17.93	17.92	19.73	28.59	30.24
美国	-56.15	-28.59	5.67	10.31	19.10	18.73
发达欧洲	-11.65	3.26	5.85	5.33	3.74	5.38
合计	-88.12	-9.41	25.53	23.42	35.12	36.22

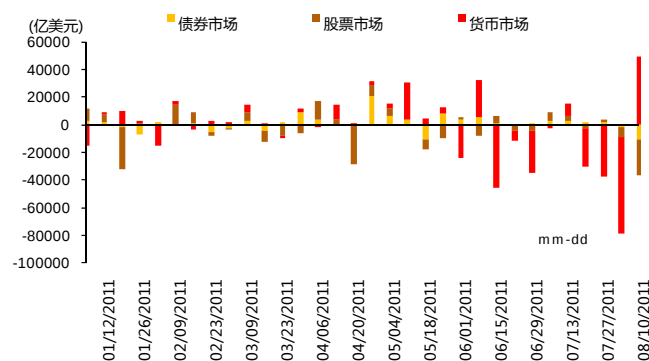
来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

图 1-6: 经济下行风险增加导致全球股市大失血



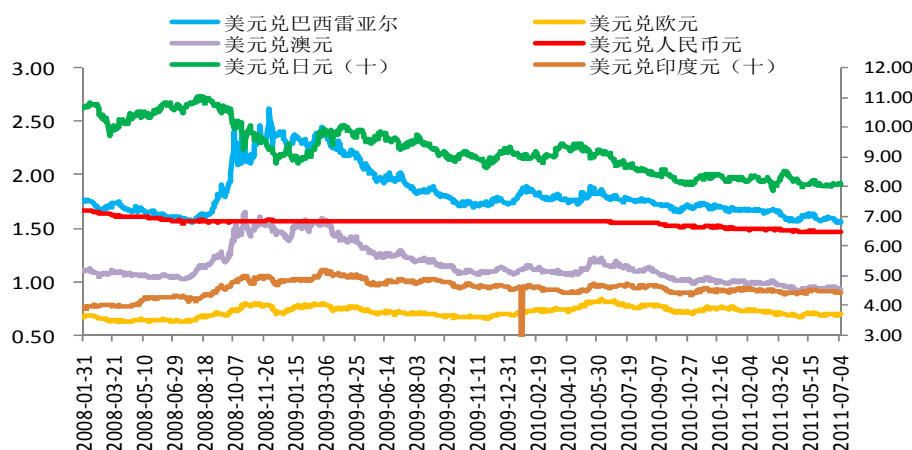
数据来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

图 1-7: 避险情绪导致大量资金流入货币市场



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



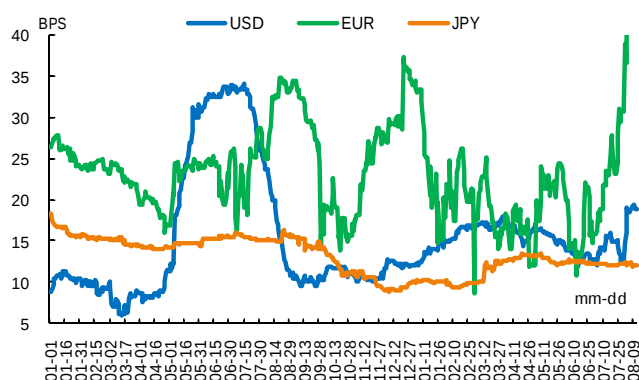
来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理。

3. 资金风险偏好：欧美公共债务问题加剧市场避险情绪，风险溢价快速飙升

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，6 月下旬意大利公共债务浮出水面，3 个月欧元 LIBOR-OIS 息差快速飙升，一个多月飙升近 25BP；3 个月美元 LIBOR-OIS 在标普下调美国国债 AAA 评级后，产生了一个强烈的避险情绪推高近 10 个 BP；日元 LIBOR-OIS 保持了最相对的稳定。从图 1-12 来看，TED 整体比较平稳，持续保持在底部，说明美国公司层面微观主体风险并没有发生显著变化。

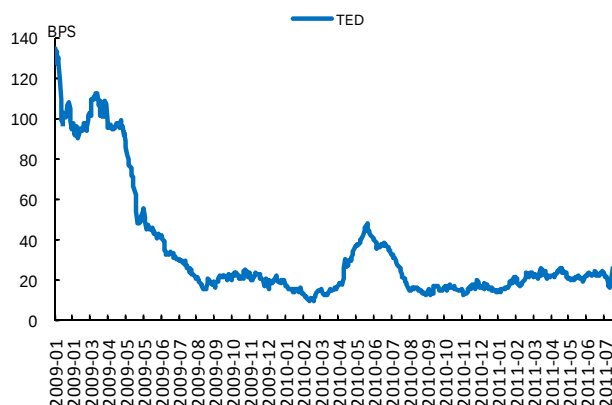
图 1-13 显示，受美国经济下行风险增加以及标普下调美国国债评级事件冲击，美国机构债与国债利差负利差反而止跌回升，这表明，尽管美国国债评级被下调，但是高涨的避险情绪反而把增加了美国国债的需求。图 1-14 显示，自去年 6 月份以来的公司信用债利差持续下降趋势被中断，出现了相当大幅度的反弹。这表明，美国经济复苏乏力，市场担忧经济下行风险增加会恶化微观主体的财务安全。

图 1-9: LIBOR-OIS 利差欧债风险远胜美国国债风险



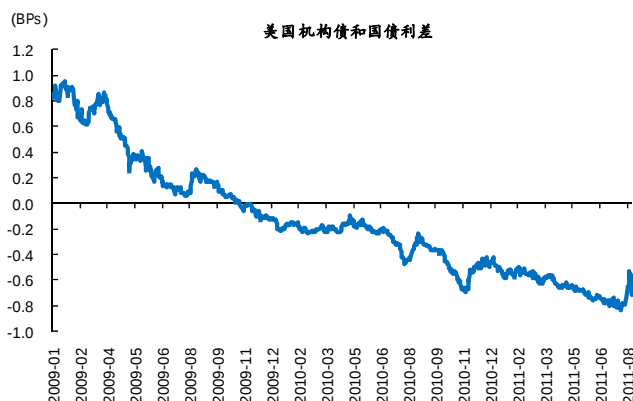
数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

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: 美国机构债与国债负利差 8 月出现反弹



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 6 月下旬触底快速回升



数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

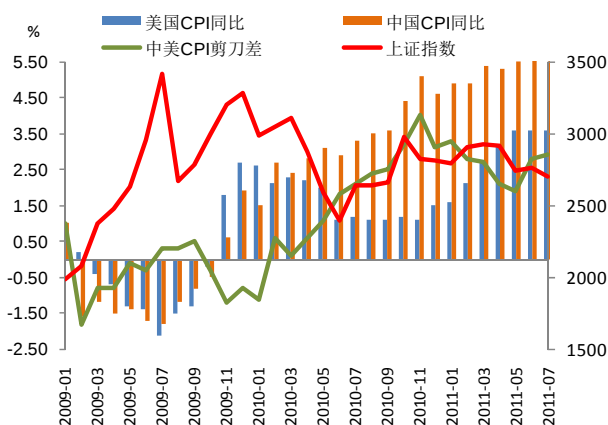
4. 小结：发达经济体公共债务危机延长超低利率周期长度

我们一直认为，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，欧美发达经济体因为公共债务危机消减赤字，减少支出导致经济复苏放缓；新兴市场国家因为通胀烧烤，被迫频频加息紧缩挤泡沫和经济降温，两者共同的结果是全球性的经济增长放缓必不可少。

两种不同处境下的经济体最优政策选择也不一样，发达经济体倾向于超低利率政策，一方面减少公共债务利息负担，另一方面刺激经济复苏，但是，其外溢效应却是全球性通胀压力上升，尤其是非储备货币国只能被动接受输入通胀。新兴市场国家治理通胀的紧缩如果力度过大，一方面会给发达经济体复苏带来负面影响，另一方面海外因素的突然变化容易发生紧缩超调。因此，加强全球政策协调再次变得尤为重要。

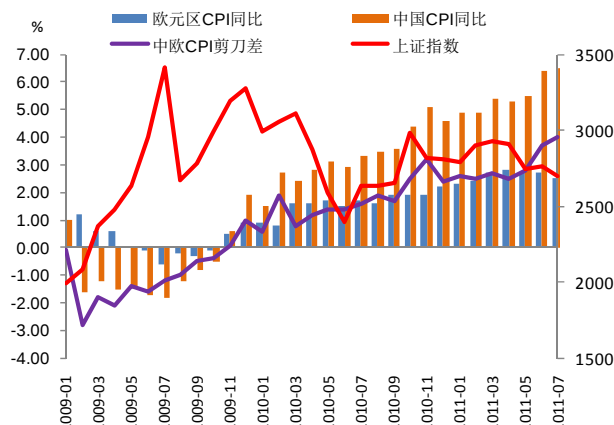
从利率走势上来看，发达经济体公共债务危机表现为短期利率和中长期利率走势的差异化，中长期利率容易长时间内保持平稳，而短期利率难以维持，将在通胀压力下抬升。

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
2011-8-12	失业率有 所上升	家庭支出趋平, 楼市疲软; 通胀压力有所缓和, 长期 通胀预期仍然稳定, 企业 在设备和软件方面的投资 正在扩大。	经济增长速度远低于此前 预期, 经济前景的下行风险 已经增加	低利率环境至少持续至 2013 年中期; 继续 基于未来信息对经济前景作出评估, 并做好 在合适的时间使用这些工具的准备。

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

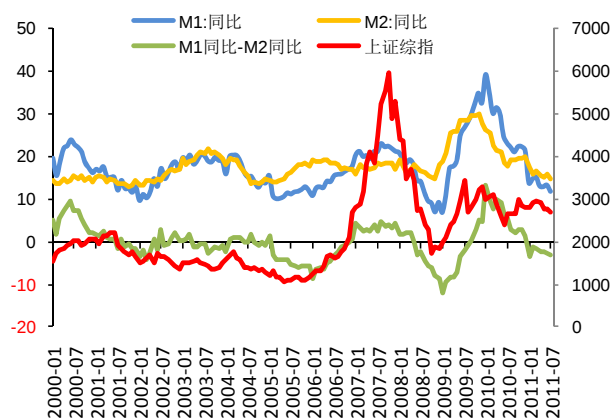
1、货币数量投放：M0、M1同比增速和7月信贷低于市场预期，持续近3个月公开市场净投放缓解资金饥渴

(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%，7月份M1、M2同比增速继续降低为11.6%和14.7%，新增信贷为4926亿元，同比少增252亿元，低于此前各机构给出的5500亿元到6500亿元的预期。由此可见，持续紧缩货币政策效果开始显现，货币乘数开始下降，流动性压力得到纾解，为下半年通胀下降创造了货币条件。

(2) 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7月份CPI为6.5%，创新近三年的新高，CPI接下来见顶回落是大概率事件，因此，在CPI滑落见底前，股市依旧难现趋势性上涨的机会。从图2-1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同比下降为-2.4%，带来了上证指数从3067点下滑到2622点；7月份M1同比-M2同比继续下降为-3.1%，7、8月份大盘指数继续滑落。

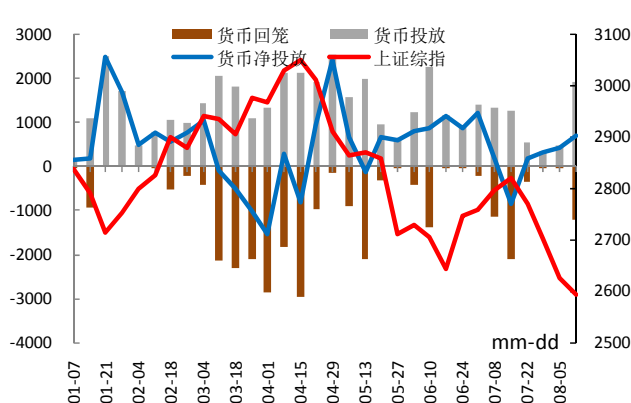
(3) 公开市场操作是央行冲销外汇占款或平缓市场资金价格波动的重要微观调节工具。从图2-3来看，公开市场净投放刚开始为正时，经常与A股走势方向相反，但是，持续净投放往往对后期A股后期影响很大。出于缓解银行间资金的流动性紧张，以及应对海外市场7、8月份出现的金融市场动荡，央行在公开市场进行了几乎不间断的两个半月正净投放，累计净投放达到7110亿元FR007从6月下旬的9.11%下降到目前的3.24%，未来A股反弹的流动性条件具备。

图 2-1：货币供应紧缩 7 月创新低



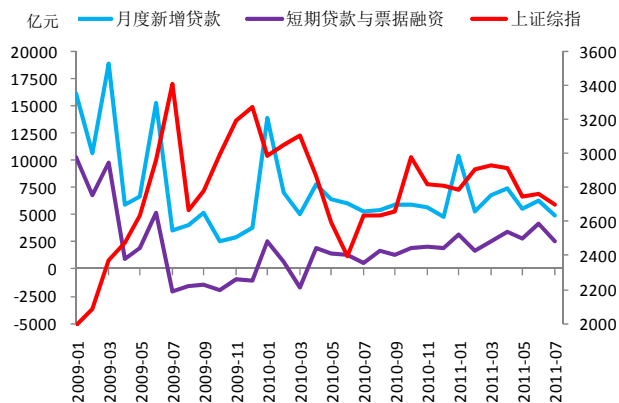
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-2：公开市场操作连续 8 周正净投放



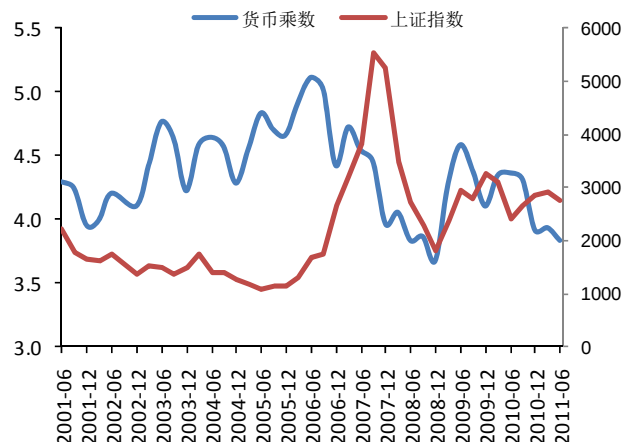
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-3: 月新增贷款创下 09 年来的新低



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-4: 货币乘数下行临近 08 年危机水平



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

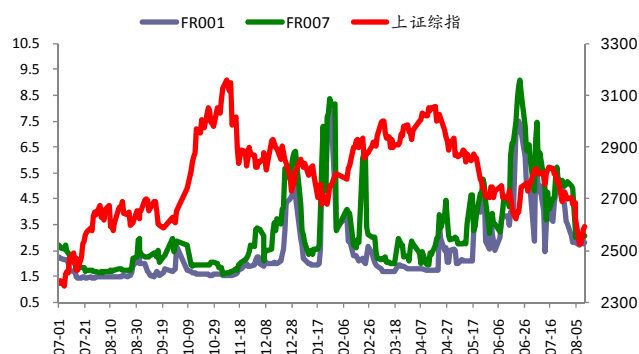
2、市场资金价格：投资增速放缓和持续净投放导致短期资金价格大幅下降，人民币升值连续闯关

(1) 中国央行防范海外风险的公开市场持续净投放和定向放松，缓和了资金供求紧张，资金价格大幅下降。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，目前重新回到 3%-4% 的稳定区间，降幅达到 68% 左右。

(2) 受中国经济数据软着陆确定性加大，银行间国债长短利差重心快速 7 月下旬探底回升。从图 2-5 可以看出，自去年 11 月上旬以来，受短期通胀高走预期和紧缩政策影响，银行间 10 年期/1 年期国债利差开始断崖式下跌，今年 1 季度小幅反弹回到 0.4% 上方，2 季度、7 月份受中国经济硬着陆担忧和海外主权债务危机冲击，银行间 10 年期/1 年期国债利差再次探底，并一度逼近于 0，7 月下旬有所反弹，利差回到 0.2%-0.3% 区间。

(3) 人民币升值在美欧财政危机冲击下连续破 6.4 和 6.3 重要关口。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。标普下调美国国债评级和欧洲债务危机重燃，恐慌性的市场情绪带来人民币升值势如破竹般，连续突破 6.4 和 6.3 重要关口，1 个多月升值幅度几乎等于去年全年。

图 2-4: 银行间同业拆借利率快速下滑



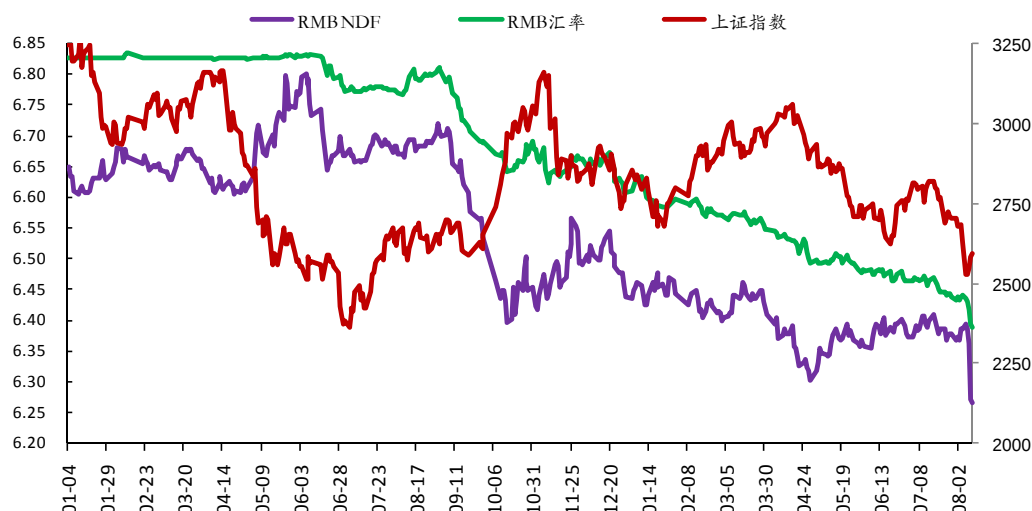
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 2-5: 国债长短利差触底回升, 依然处于底部



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-6: 美国国债降级事件成为人民币加速升值的催化剂

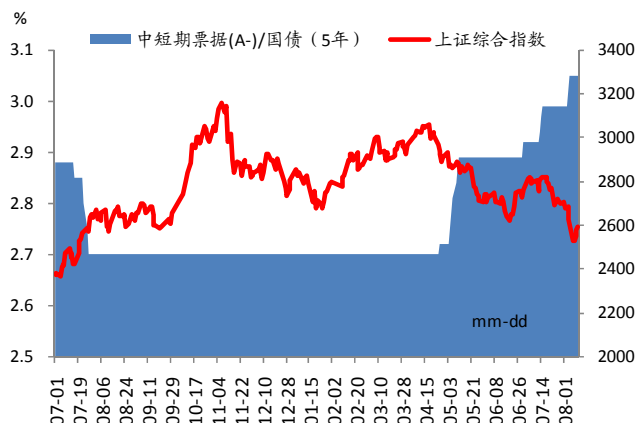


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

3、资金风险偏好: 海外不确定因素大幅抬升了风险溢价率

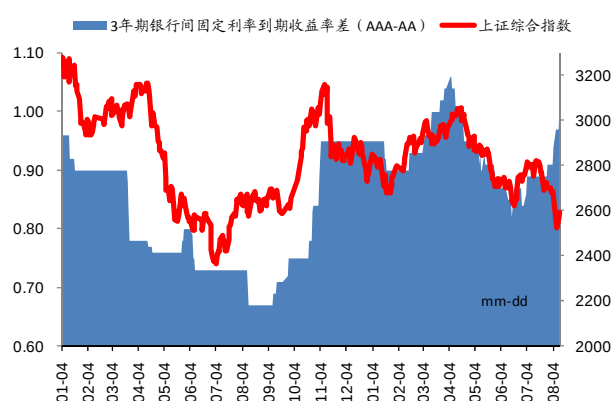
从图 2-8 来看, 3 年期银行间固定利率债券到期收益率差 (AAA-AA) 在 4 月 7 日反弹至峰值 1.07% 后, 7 月初回落至目前的 0.82% 水平, 此后持续上升至 1.00% 水平。从图 2-7 来看, 中短期票据与国债的信用利差同样 7、8 月份持续上涨, 不断创新新高, 超出过去一年的最高水平, 目前已经超过 3%。近期资金风险溢价率水平上升, 股市下跌。

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：“老大”放低身段求援，中国紧缩节奏将放缓，流动性最紧张时期或已过

最近三件重大新闻基本上可勾勒出下半年宏观政策的逻辑：一是中国人民银行行长周小川在7月8日发言认为中国能够容忍经济转型过程中所产生的一定程度的通胀。隐含的逻辑是为了推进生产要素领域的重大改革，央行可容忍通胀率会有所上升。二是8月9日国务院常务会议分析当前国际金融形势及其影响，阐述了宏观政策的核心逻辑是处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期三者的关系。三是拜登副总统访华，以会尊重中国核心利益换取中国继续持有美国国债和扩大美国对华出口，协助加快美国经济复苏步伐，为奥巴马2012赢得大选创造就业条件。

在CPI接下来见顶回落是大概率事件情况下，8月中国PMI为51.7，连续两个处于荣枯线附近，欧美实体经济复苏乏力和消减赤字导致出口需求萎缩，中国经济增长对于国内的需求依赖加大。而且，美国“老大”放低身段要求中国给予进口需求以加速美国经济复苏。因此，中国紧缩性宏观调控变频，加大结构调整扩内需将成为下半年的政策主线，并同时加速人民币国际化、利率市场化改革，通胀压力下挤压下的流动性高度紧张局面将大为缓解。

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： 资金需求规模压缩，边际资金净流出逐步放缓

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)

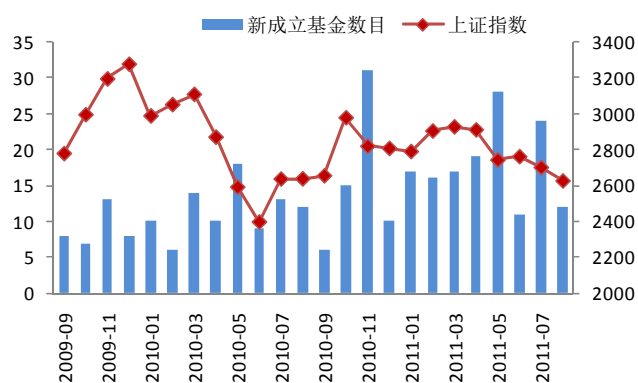
没有考虑基金赎回、可转债发行等因素，主要是考虑到基金一般通过仓位控制化解了基金赎回的影响，且数据可得性差；转债发行基本为债券型基金消化，与股票型基金、偏股型基金等股市资金有一定的隔离。

(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：一是在低迷的市场行情下，基金的发行数量和份额 7 月份在低位水平；二是 7 月份新成立基金数目环比有大幅度的增加，8 月份大盘的大跌未能阻止新成立基金数目的增长。

(2) 从图 3-5、3-6 来看，9 月份 IPO 市场扩容压力和限售股解禁规模创 09 年以来的单月新低，市场内资金供需状态将明显改善。2011 年下半年 A 股 (IPO+增发+配股) 节奏有所放缓，8 月份每周上会公司的数目较上半年下降一半，监管层呵护市场的用心有所体现；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，尤其是 9 月份限售解禁将迎来金融危机后的当月新低。

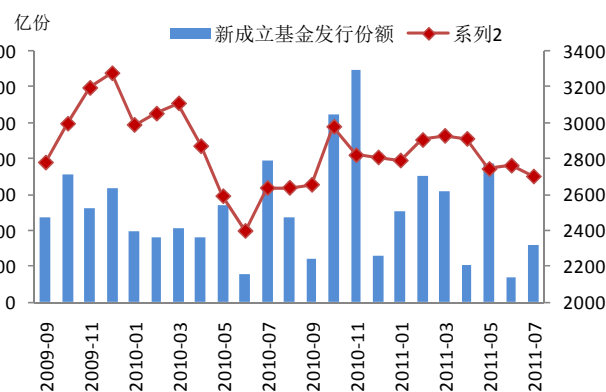
(3) 从图 3-7、图 3-8、图 3-9 和图 2-10 来看，新增保费收入增长有所回升、券商集合理财和证券投资信托等属于正常状态，7 月份以来边际资金净供给和累计资金供给为负值的情况开始收敛，说明市场资金池子资金外流开始减少，低估值市盈率的 A 股市场对资金的吸引力增加。

图 3-1：新成立基金数与上证指数



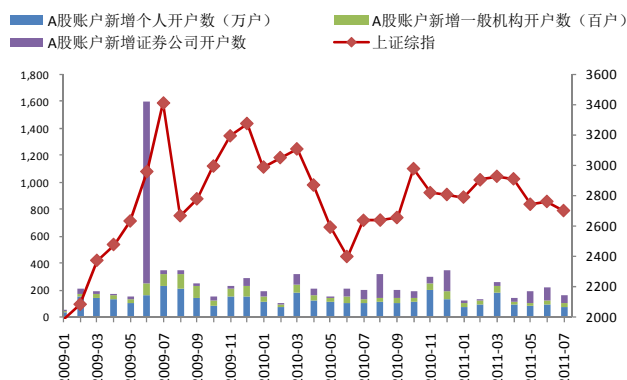
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-2：当月基金发行数量与上证指数



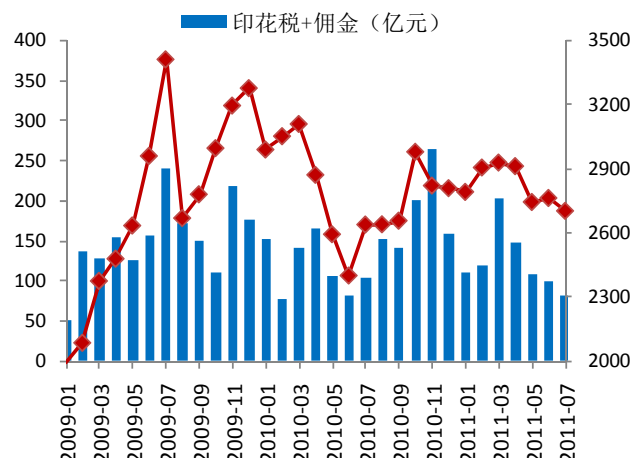
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-3: 机构、证公司、个人开户数与上证指数



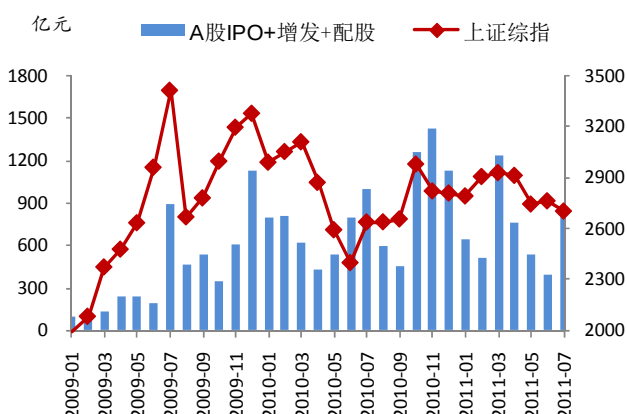
数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 3-4: 印花税+佣金持续下降



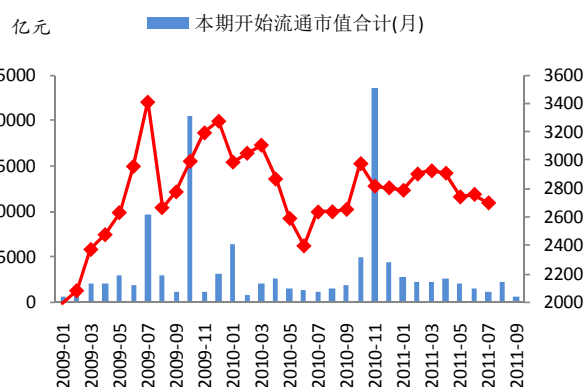
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-5: 供票供给 (IPO+增发+配股) 与上证指数



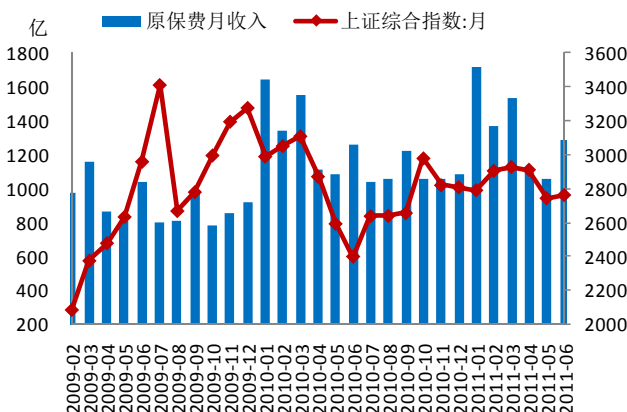
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-6: 8、9月解禁股压力整体偏小



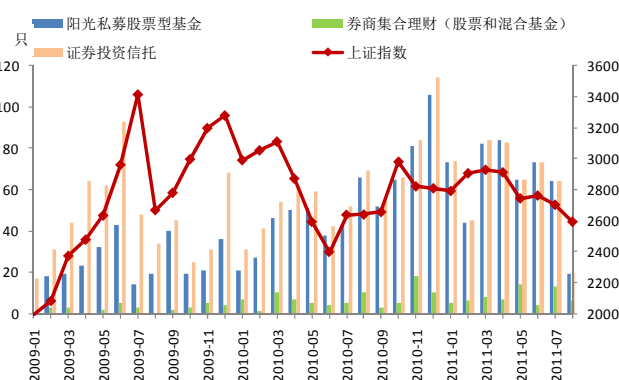
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-7: 保费收入下半年开始触底增加



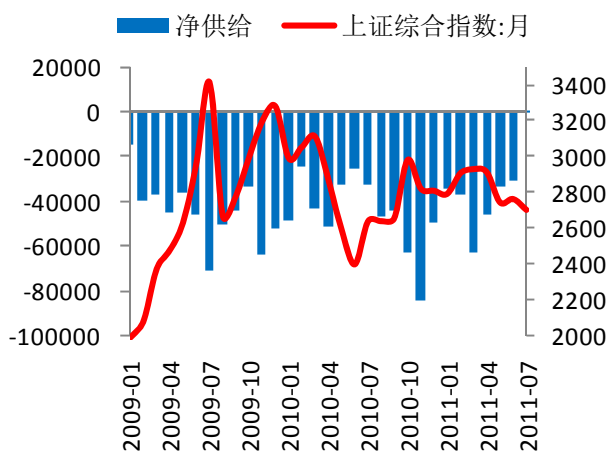
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-8: 集合理财、阳光私募和证券投资信托



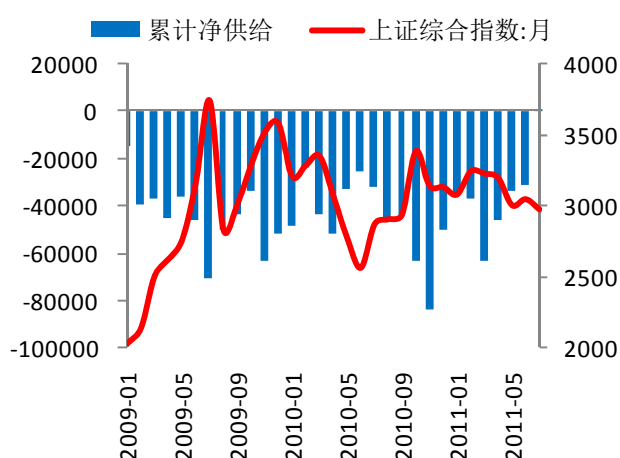
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

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

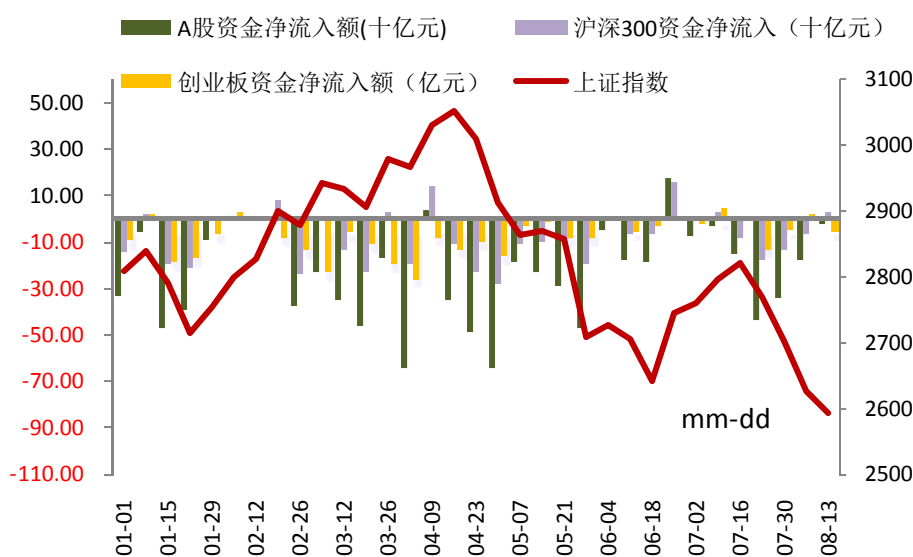


数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

2、市场资金流向结构：低估值增加资产配置吸引力，金融服务、餐饮旅游成为净流入领域，机械设备、化工、医药生物成为净流出重灾区

(1) 从资金市场流向来看，7月份以来，A股市场连续8周为资金净流出，最近两周净流出规模大幅减少。市场结构上，创业板的资金净流出呈现正负交替状，而沪深300受海外银行板块做空的影响，7月中旬到8月初连续4周为净流出。值得注意的是，沪深300在8月第二周出现了7月份以来的首次当周正净流入。

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8月18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，机械设备、化工、医药生物和建筑建材为资金净流出最大的板块，化工、机械设备和建筑建材的净流出反映了市场对于投资增速，尤其是保障房预期兑现后

的新投资热点担忧。金融服务、餐饮旅游和食品饮料成为资金净流入行业，尤其是金融服务业，在中央政府公布了香港人民币回流机制支持政策后，A股低估值的金融服务行业具有相对于港股的估值洼地优势，具备潜在的套利机会。

图 3-15：资金的行业流向

8-18	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 (亿元)	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	金融服务	6.7	-1.61	金融服务	6.7	-0.4	食品饮料	15.2	0.8			
2	餐饮旅游	0.3	-0.66	餐饮旅游	0.3	0.1	餐饮旅游	0.9	-1.9			
3												
净流入为负行业												
1	医药生物	-11.5	-1.67	医药生物	-11.5	-2.3	机械设备	-100.4	-9.7	化工	-249.3	-3.4
2	化工	-11.0	-1.73	化工	-11.0	-1.7	化工	-87.9	-8.6	机械设备	-228.4	-3.9
3	机械设备	-10.6	-1.86	机械设备	-10.6	-2.0	建筑建材	-64.6	-12.7	建筑建材	-166.0	-5.1

数据来源：WIND，宏源证券研究所整理

(3) 从资金个股流向来，以8月19日为基点，倒推统计结果显示，资金净流入个股中，轻工制造类的华芳纺织、瑞贝卡，特种矿厦门钨业和金地集团、万科等龙头型房地产公司靠前，金融服务板块资金去向分化明显，民生银行、华夏银行、兴业银行受青睐，而过去受市场宠爱的招商银行、浦发银行成为资金净流出板块。流出板块最为明显的还包括海螺水泥、铜陵有色、包钢稀土以及高铁概念股。

图 3-16：资金的个股流向

2011-8-19												
前10名	股票名称	最后交易日		股票名称	累计5交易日		累计20交易日			累计60交易日		
		金额 (亿元)	涨跌幅 (%)		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	开山股份	8.59		开山股份	8.59		阳泉煤业	12.24		五粮液	29.10	
2	紫金矿业	2.53		江河幕墙	6.60		方正证券	10.09		康美药业	15.05	
3	常山药业	1.11		民生银行	2.90		开山股份	8.59		阳泉煤业	13.90	
4	星星科技	1.08		华夏银行	2.15		康美药业	6.77		中科三环	13.81	
5	仟源制药	0.71		宁波韵升	2.06		江河幕墙	6.60		万科A	13.10	
6	铁龙物流	0.59		杭萧钢构	1.96		以岭药业	5.61		金地集团	12.73	
7	澄星股份	0.59		兴业银行	1.75		厦门钨业	5.49		兰花科创	11.81	
8	华芳纺织	0.48		中信证券	1.57		紫金矿业	5.28		方正证券	10.09	
9	瑞贝卡	0.42		德赛电池	1.45		五粮液	5.13		中煤能源	8.88	
10	隆平高科	0.40		徐工机械	1.44		金地集团	4.31		厦门钨业	8.84	
净流入为负												
1	海螺水泥	-2.73		海螺水泥	-7.72		中兴通讯	-13.67		包钢稀土	-59.89	
2	安泰科技	-1.84		四川长虹	-5.64		中国平安	-11.70		招商银行	-27.66	
3	铜陵有色	-1.60		中国神华	-5.15		海螺水泥	-11.63		海螺水泥	-22.13	
4	中国神华	-1.30		包钢稀土	-4.05		中联重科	-9.94		TCL集团	-19.34	
5	江西铜业	-1.19		*ST光明	-3.75		招商银行	-9.88		西藏发展	-17.99	
6	西山煤电	-1.12		京东方A	-3.15		中国北车	-7.94		浦发银行	-16.94	
7	中联重科	-1.12		铜陵有色	-2.89		四川长虹	-7.61		中兴通讯	-15.76	
8	旗滨集团	-1.04		桐昆股份	-2.89		中国南车	-7.21		三爱富	-15.23	
9	阳泉煤业	-1.04		中联重科	-2.74		莱宝高科	-7.03		攀钢钒钛	-14.46	
10	中国平安	-1.00		西藏发展	-2.68		中集集团	-6.82		华能能源	-14.15	

数据来源：WIND，宏源证券研究所整理

4、小结：低估值增强了外部资金的吸引力，房地产调控出现的价滞涨、量萎缩会加速股市和房市的“跷跷板效应”到来

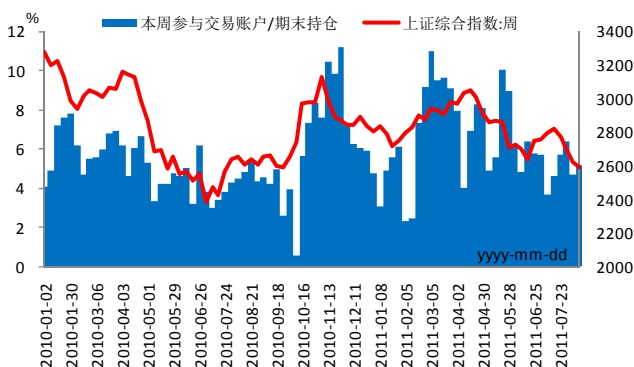
四、A 股市场情绪

1、交易者参与情绪和新股表现：投资者参与情绪未随股指再次重挫下滑

从周度参与交易账户比例来看(见图 4-1), 在 7 月份探底 3.7%后, 一直回升到 4.6-6.4 区间, 7 月份全月参与交易比例为 5.22%, 8 月份前三周维持在 5%附近, 并没有随着大盘指数的重挫而再次下滑, 这说明, 此次受海外影响的大盘下跌并没有引起交易者情绪的过度恐慌。

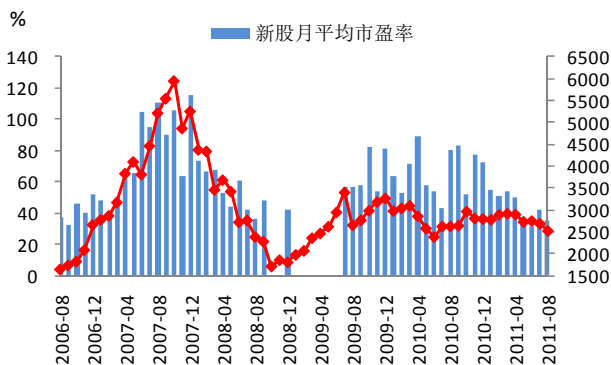
从图 4-2、图 4-3 来看, 新股发行市盈率去年平均为 60-80 倍之间, 2011 年 1 季度下降为 51-55 区间, 2 季度进一步下降平均为 36, 8 月份截至 19 日平均新股发行市盈率为 35。新股首日涨幅今年下降幅度更大, 1 季度新股首日涨幅平均为 13%, 2 季度新股破发频繁, 季度平均涨幅为 7.6%。7、8 月份后, 新股首日涨幅重新焕发生机, 平均涨幅分别为 63.15%和 50.50%。

图 4-1 投资者参与情绪未随指数大幅下降



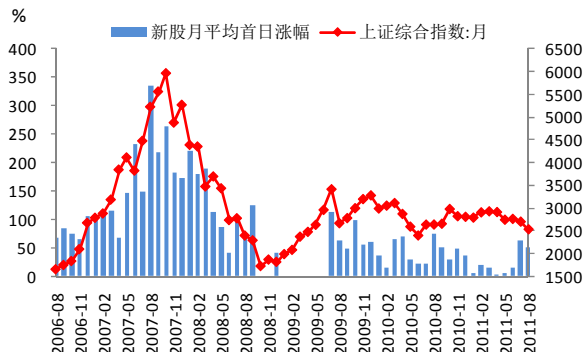
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 4-2 新股发行市盈率均值 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

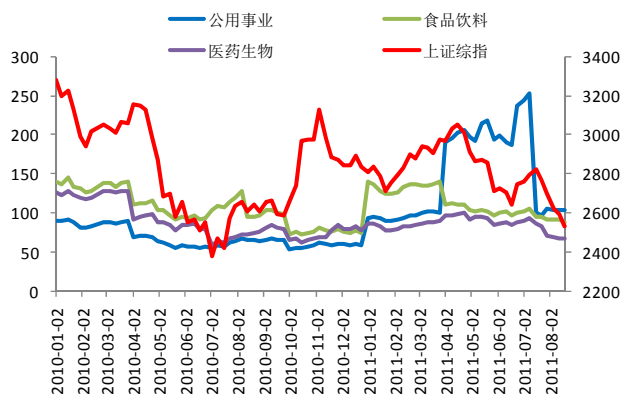
2、行业估值和市场板块估值：周期性板块估值在底部相对稳

定，中小板和蓝筹估值剪刀差见顶回落

结论一，从行业市盈率估值来看（见图 4-4、图表 4-5），受国内 CPI 在 7 月份继续创新高，海外发达经济体主权债务危机的影响，大盘指数出现了重挫，周期性板块中，制造业市盈率估值 7 月份下降幅度最大，其次是房地产市盈率抬升势头遭打压，采掘业和金属非金属相对平稳；防御性行业中，电力、燃气和水等公用事业板块估值在 7 月份下降幅度最大，其次是医药生物，食品饮料行业估值波动最小。

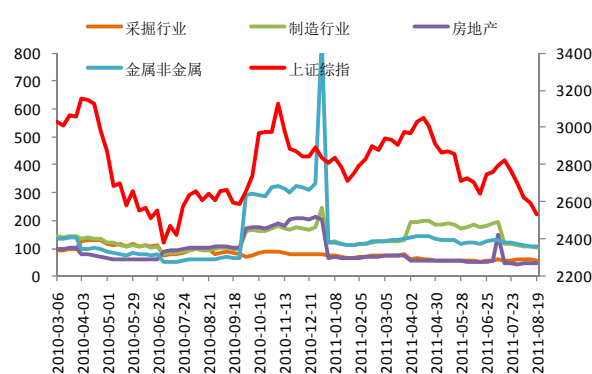
结论二，动态估值方面（见图 4-6、图 4-7），截至 2011 年 8 月 19 日，沪深 300、中小板市盈率分别为 40.56 和 67.42，市净率分别为 3.79 和 4.75。小板与沪深 300 市盈率估值剪刀差（TTM）在 7、8 月份显著回升，从 6 月底的 21.51 反弹至 29.95 和 26.86，说明中小盘依然是资金追逐的对象，给予了更高的估值溢价。从统计经验来看，市净率估值剪刀差一般波动则是限制在 1.0-2.0 之间，触及区间线就会出现拐点走势，7、8 月份市净率陡然下降，从 2.25 降为 0.88 和 0.96，意味着拐点性逆转趋势可能近期发生。

图 4-4：公用事业和医药生物市盈率下降明显



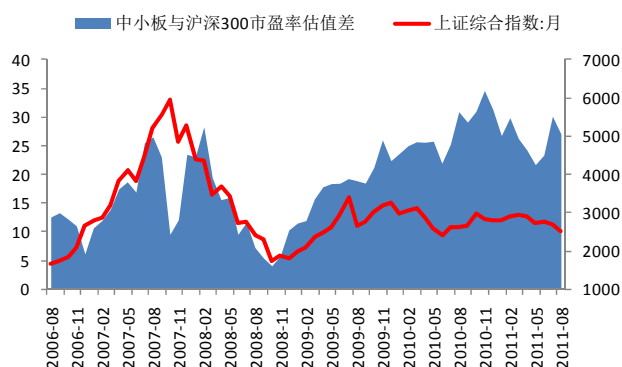
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-5：制造业和房地产市盈率 7 月大幅下降



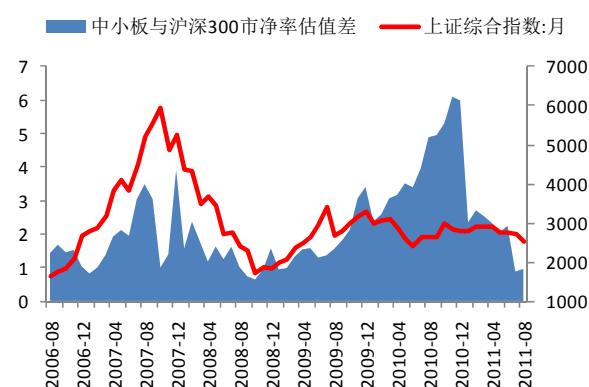
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

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：多方潜伏空方占优，白酒开始成为主要的融券卖出标的

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 7 月份以来，融资余额稳步下降，融券余额变动趋近于 0，然而空方势头凶猛，融券余额始终维持在高位，融券余额变化波动也剧烈。

而另外一方面，融资买入额前十大股票是中国平安、兴业银行、中信证券、特变电工、西山煤电、浦发银行、中联重科、民生银行；融券卖出余额前十大股票是五粮液、贵州茅台、华侨城 A、双汇发展、泸州老窖、冀中能源、民生银行、中联重科。

图 4-8：融资买入额 7、8 月份下降至前期底部



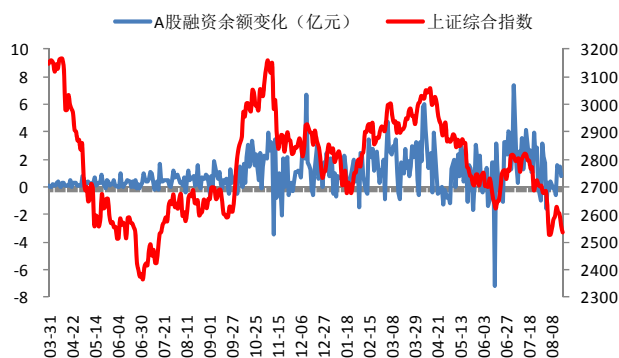
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-9：融券余额 6 月以来始终维持高位



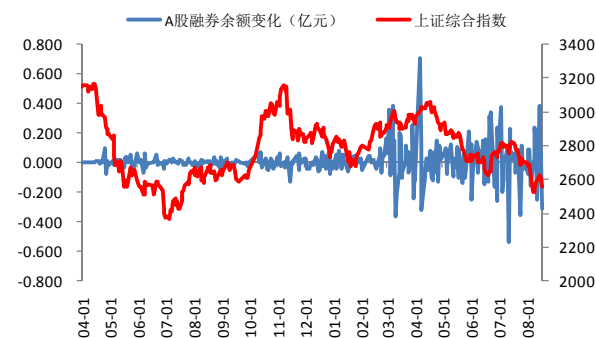
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-10：融资余额 7、8 月份波动性小



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-11：融券余额变化波动 8 月份突然剧烈



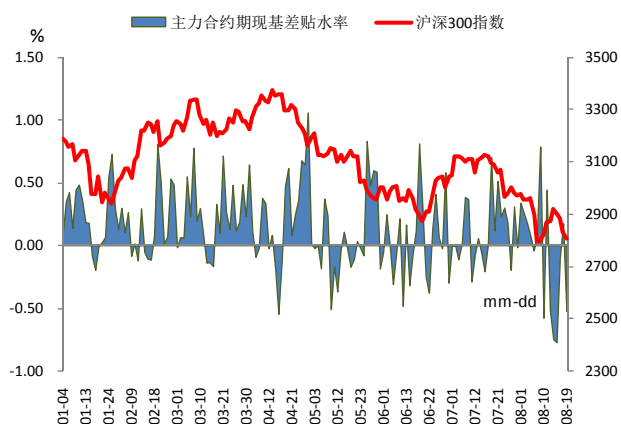
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

4、股指期货：持仓量比例和主力合约贴现率均开始收敛，继续做空的动能衰退

（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。7 月下旬主力合约期现持续升水的势头被海外因素破坏，美国主权债评级事件导致全球性股市的恐慌，A 股股指期货市场主力合约由升水 22 点迅速转为持续的贴水，幅度高达 22.38 点，此后有所收敛。

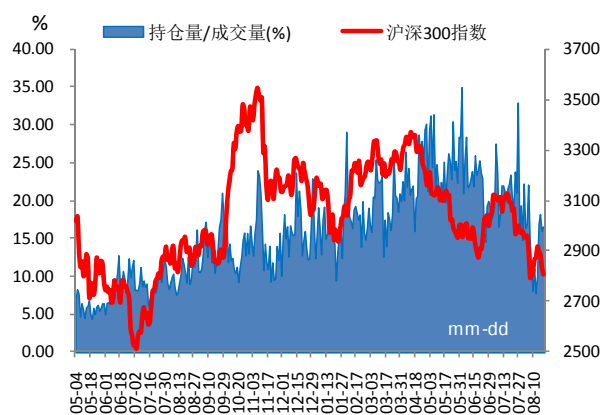
（2）从图 4-8 来看，股指期货持仓量/成交量比突然出现峰尖时意味着预期一边倒，市场行情将出现拐点。市场在 8 月 11 日期货持仓量/成交量比例出现向下尖峰状，比例下滑为 7.82%，此后迎来了一周美国主权债评级危机引发的指数大跌。

图 4-12: 主力合约期限贴水差再次放大



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：市场情绪不随指数共舞，做空动能明显衰减

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“减持潮”呈愈演愈烈之势

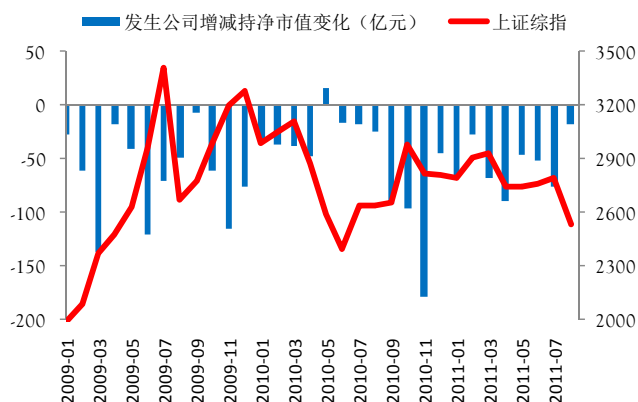
(1) 从上市公司及高管增减持金额来看（见图 5-1、图 5-2、图 5-5），公司性减持净额下半年第一个月达到 75.93 亿元，环比增长 40%，8 月份净减持额急速下降，截至 8 月 19 日仅为 17.76 亿元。上市公司高管减持行为在 6 月份创出了历史性新高后，7 月份稍微有所下降，为 14.47 亿元，但是 8 月份明显上升，截至 8 月 19 日已经达到 13.52 亿元。

(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），7 月份发生高管减持行为的上市公司数量创下了 211 家的新高，环比增长 95%，同时发生高管增持行为的上市公司数为 49 家，环比下降 22%；8 月份截至 19 日，发生高管减持行为的公司数目依然比较多，为 106 家，但是，发生高管增持行为公司数目大量增加，达到 69 家。7 月份发生公司性减持行为的公司数目为 176 家，环比增长 203%，发生公司性增持行为 16 家；8 月份截至 19 日，公司性增减持行为均大量减少，其中发生公司性减持行为的为 42 家，发生增持行为的仅仅为 3 家。

(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，7 月份更是达到 387 家。7 月减持行业前三名为机械设备、石化塑料和有色金属；8 月份减持前三名为机械设备、石化塑料和信息技术。

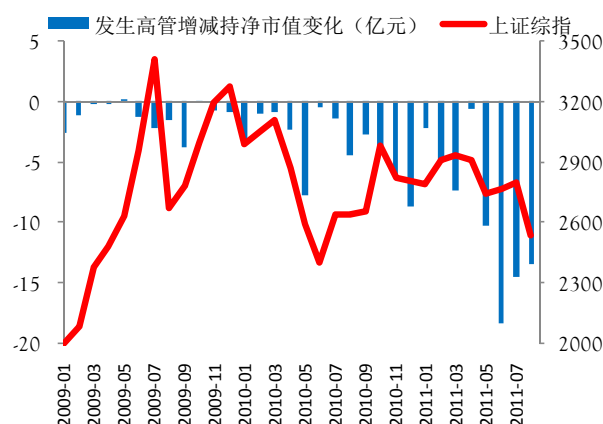
(4) 我们认为，今年 4 月份以来，公司和高管减持疯狂潮有愈演愈烈的迹象，7 月份达到顶峰，原因主要有：一是加息、调准系列货币政策调控，信贷紧缩、市场利率高企，上市公司或高管对现金流的需求异常强烈；二是 IPO 重启以来，PE 机构迅速膨胀，广泛参与公司 IPO，在目前资金成本不断上升条件下，加上全球经济复苏乏力增加了不确定性，高管和机构的套现成为必然的现象。

图 5-1：公司增减持净额与上证指数



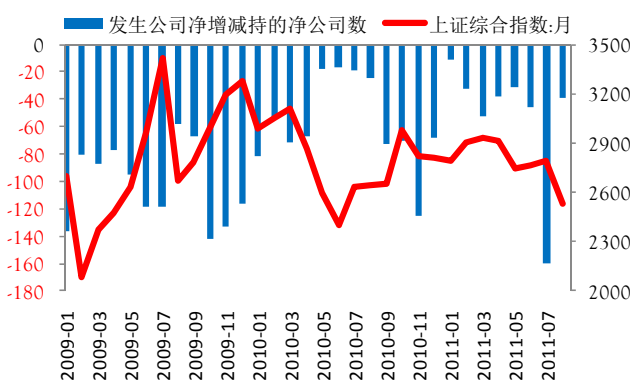
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-2：高管增减持净额与上证指数



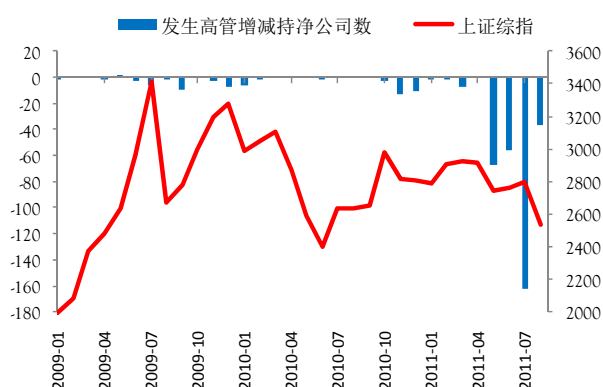
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 5-3: 发生公司性净增持公司数与上证指数



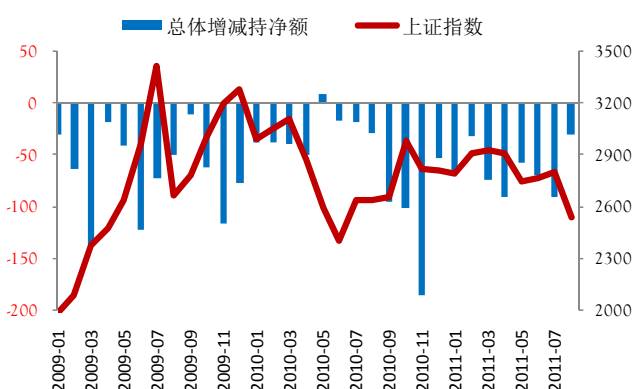
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-4: 发生高管净增减持公司数与上证指数



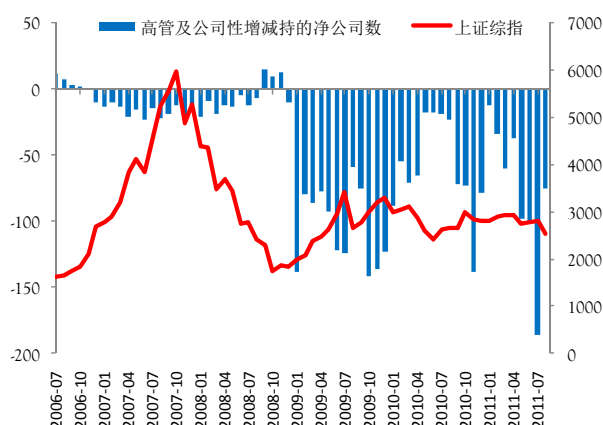
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

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		
2011-01	21	5	26	32	3	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	前三名是医药生物制品、交通运输仓储业、机械设备仪表	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	前二名是批发和零售贸易、机械设备仪表	前三名是机械仪表、石化塑料、金属非金属
2011-04	5	1	6	110	1	前三名是机械仪表、批发和零售、信息技术业、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	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	前三名是机械仪表、石化塑料和信息技术	前三名是石化塑料、信息技术和电子
2011-07	16	49	65	176	211	前三名是石化塑料、机械仪表和医药生物	前三名是机械仪表、石化塑料和有色金属
2011-08	3	69	72	42	106	前三名是机械仪表、建筑和房地产	前三名是机械仪表、石化塑料和信息技术

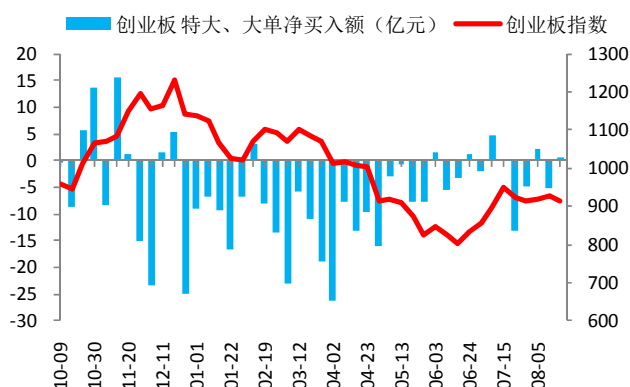
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

2、社保、保险公司、基金等机构：特大、大单交易在沪深300市场的波动远小于创业板，基金仓位未随指数下滑而上升

(1) 交易指令流

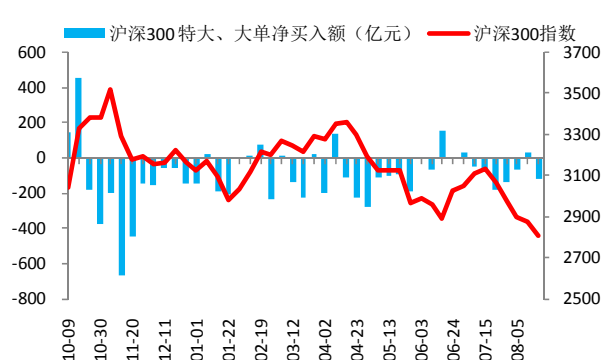
从交易单据的周度统计来看（见图 5-8、5-9、5-10）：A 股市场的特大、大单资金净流出在 7 月份呈现前低后高的特征，7 月前三周分别仅为-73.94 亿元、-31.26 亿元和 150.39 亿元，后两周分别为-435.57 亿元和-339.07 亿元；8 月份前三周分别为-177.57 亿元、-19.76 亿元和-277.86 亿元，资金流出规模再次减小。从市场结构来看，沪深 300 特大、大单资金净卖出的波动变化远小于创业板，最近三周的净流入分别是-69.33 亿元、29.26 亿元、-120.49 亿元和 2.31 亿元、-5.07 亿元、0.58 亿元。

图 5-8：创业板特大、大单净买入 6 月底有负转正



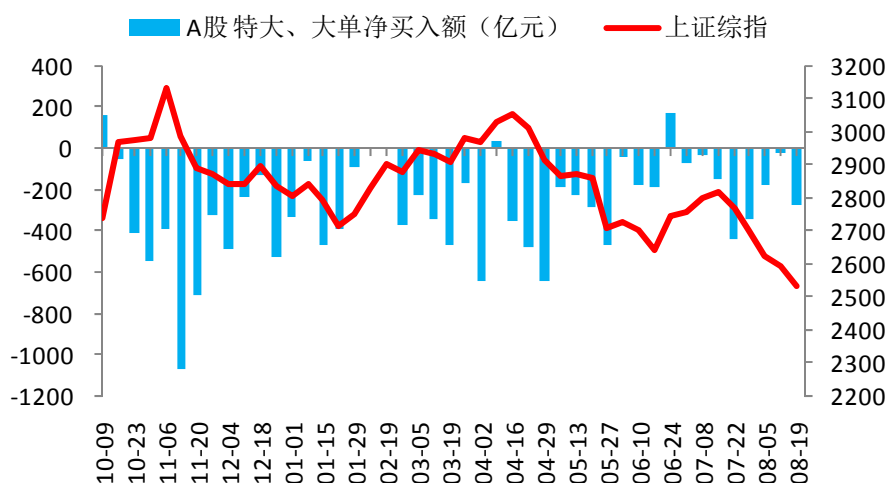
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

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。

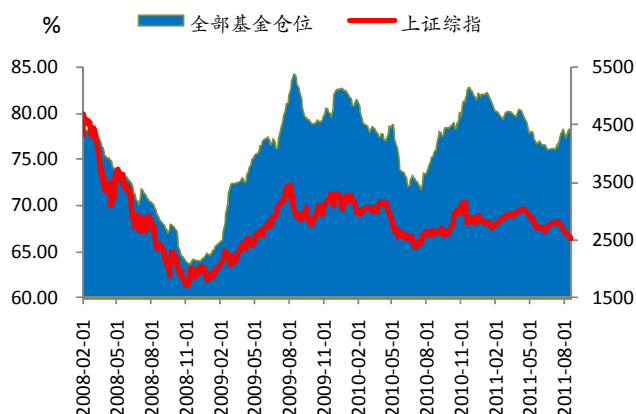
(2) 测算的基金仓位

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。目前没有出现极端区间范围内。

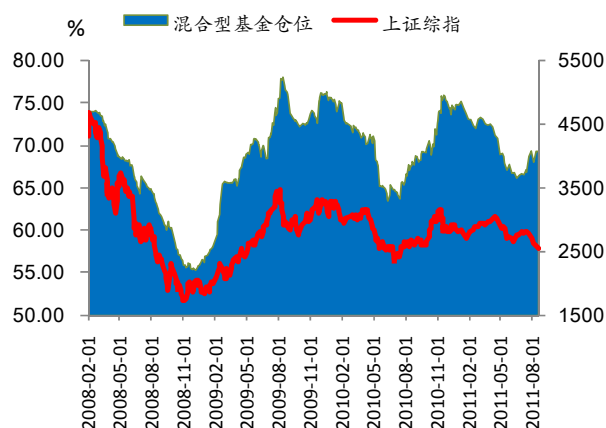
结论二: 从当前来看,全部基金仓位自 4 月初 80.53% 开始回落,6 月底达到最低 76.19%,此后随着指数反弹。8 月份以来,尽管大盘指数受海外市场情绪的影响重挫,但是,整体基金仓位并没有随之下滑,而是持续上升,8 月第三周末全部基金仓位达到 78.50%。另外,8 月份开放式基金仓位的上升速度要快于封闭式基金。

图 5-11: 全部基金仓位测算



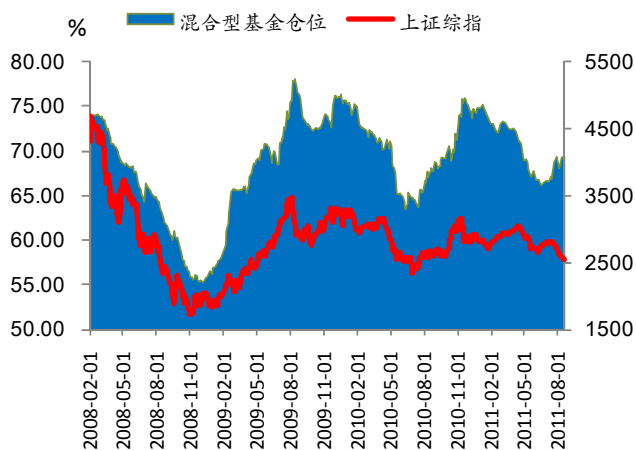
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 5-12: 混合基金仓位测算



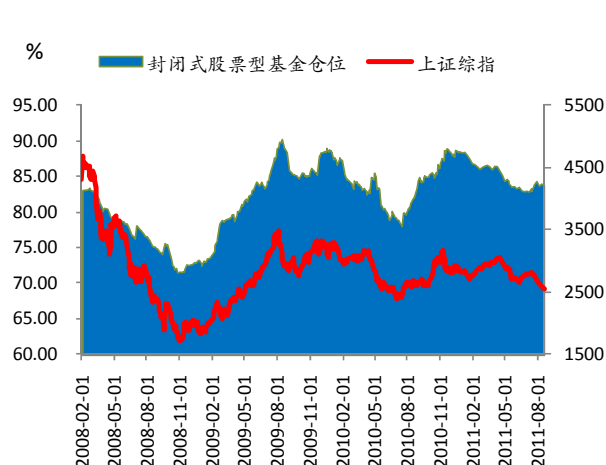
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

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



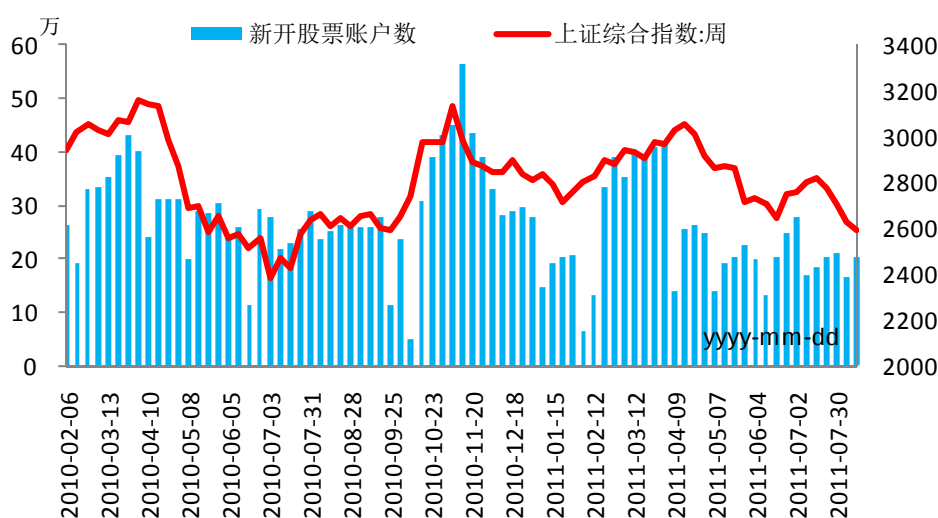
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

3、个人投资者行为：新增股票账户数未随指数大幅下滑，小单交易成为市场活跃者

（1）新开设股票账户数未随指数下滑而大幅度下降

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，新开设股票账户数低于 10 万，往往会迎来一波情绪冰点反弹行情。8 月份头两周新增股票账户开户数分别为 16.47 万户和 20.45 万户，出现指数大幅下滑，但是新增股票开户数未大幅度减少的现象。

图 5-15：沪深两市新开设股票账户数依然处于底部区域

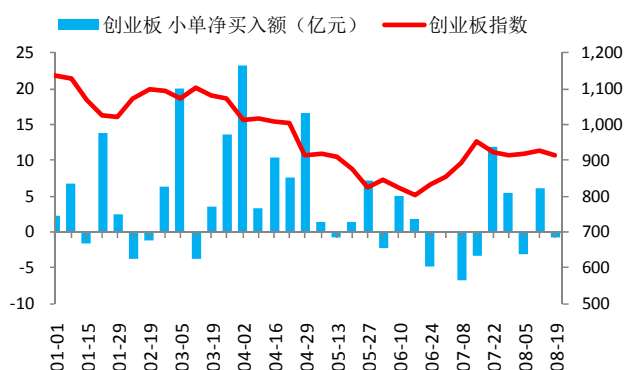


资料来源：WIND，宏源证券研究所

（2）交易指令流

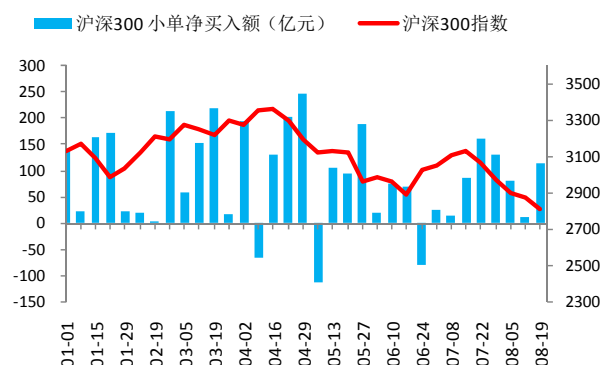
从图 5-16、图 5-17、图 5-18 来看：7 月份以来，小单交易者的成交金额明显上升，资金持续呈现净流入。A 股 7 月份最后两周的小单净买入额达到 430 亿元、355 亿元，8 月份净流入额大幅下降，第二周仅为 83 亿元。从市场结构来看，小单买盘在沪深 300 和创业板上均表现比较活跃，其中，沪深 300 自 7 月初开始一直是正净流入，而创业板上小单买单波动起伏比较大，与市场指数的相关性很强，创业板最近三周小单买入量分别为 -3.12 亿元、6.07 亿元和 -0.77 亿元。

图 5-16: 创业板小单净买入额 5 月以来处于低水平



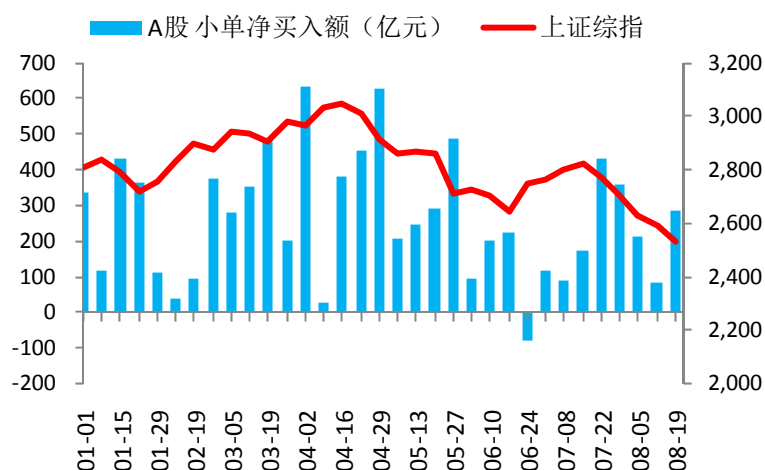
资料来源: WIND, 宏源证券研究所。

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： 8 月份高管增持行为有明显增加成为疯狂“减持潮”的亮点，基金仓位未随指数下跌而下滑

分析师简介:

郇彬: 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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。