

量化从紧有望在通胀舒缓后放松；股市外的投资 标的吸引力在下降—A 股市场流动性观测 9 月报

核心要点：

流动性的宏观观察

与 7 月相比，8 月银行间资金供求并没有发生明显变化。尽管央行明显加大了公开市场的投放力度，但是，从利率互换利差继续低位来看，资金面的紧张程度仍难言放松。

通胀和货币供给的拐点很可能到来：一者，翘尾因素后续贡献将大幅下降；二者，随着地产调控的见效，国内以围绕地产投资为主线的增长方式将逐步从量变过度到质变。随着投资的放缓，库存增速在 2 季度见顶后，逐步回落也将会舒缓通胀的压力。

扩大存准缴存范围并不是继续全面从紧的信号，而是加强央行调控效率，后续定向宽松下，存款准备金率可能会调降。

市场存量资金观察

场内存量资金：根据银河证券全市场保证金余额测算，当前市场保证金余额虽然仍处于底部区域，但是，随着 8 月市场的剧烈波动而明显活跃，可以明显地看到有资金在逢低建仓。

场外存量资金：虽然场内资金已经开始活跃，但是活化的居民资金进入股市的可能仍小，而是进入其他如理财产品，民间借贷等领域。但是，随着收益率要求的提高，理财产品的火爆也难也持续。而从构成 M2 的“其他存款”部分在 7 月份已经触底企稳，但在 8 月份的市场剧烈动荡下，估计此数据仍难言反转；保险存量资金在 8 月进场明显，是稳定金融类股票的重要力量；债市收益率拐点料近，艰难时刻将过。

市场增量资金观察

市况低迷下，8 月新基金和券商理财产品发行量都较 7 月有所回落；8 月信托产品的扩张态势也继续回落，证券投资信托发行量占比创历史新低；8 月非基金新开户数量比 7 月略升。

8 月市场 IPO 和再融资规模较 7 月份下降 20%，但限售股解禁从而减持规模较 7 月上升。市场整体增量资金仍处于供不应求状态。

市场内资金流向观察

在场内增量资金未明显增加前提下，资金再次选择了中小板和创业板作为攻击的对象，而以沪深 300 为代表的大盘股市值比重在 7 月企稳后再现下降通道。尽管金融类的流通市值占比在 8 月没有继续其下降趋势，成为稳定大盘的中坚力量，但是，资金整体流向上仍然以中小盘为主。本月除了金融类受到青睐外，稳定类的板块在当前的调整震荡中继续受追捧，而周期类的占比则继续回落，资金求稳避险的情绪浓重。

分析师

孙建波 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130511030001

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8607

执业证书编号: S0130511030002

目 录

一、流动性的宏观观察.....	1
（一）银行间流动性压力缓和不明显，票据融资价格小幅回落.....	1
（二）货币供给和通胀的拐点很可能临近.....	2
（三）场内资金底部反弹活跃，场外理财产品高收益要求难持续.....	6
（四）债市到期收益率的拐点很可能出现在 8 月份.....	9
二、市场增量资金供给观察.....	10
（一）8 月新基金发行个数上升，但份额规模料难超 7 月.....	10
（二）8 月券商理财产品偏股型发行规模预估为 40 亿左右.....	10
（三）8 月保险资金投资占比料进一步上升.....	11
（四）信托—8 月信托发行规模继续回落，资金流向在渐变。.....	12
（五）8 月非基金类账户新增开户数预估比 7 月略升.....	12
三、市场资金需求.....	13
（一）8 月 IPO 和再融资需求预估为 640 亿，较 7 月下降 20%.....	13
（二）8 月限售股解禁规模.....	13
四、市场情绪指标观察.....	15
（一）基金仓位和份额略升.....	16
（二）8 月新股上市首日平均溢价率 50%.....	16
（三）8 月 A 股日均换手率环比下降，持仓账户比例继续下降.....	17
五、市场资金流向.....	17
（一）场内资金流向大的格局：出中上游周期，入金融和稳定类.....	17
（二）分行业和个股资金流向观察：金融和轻资产稳定类受青睐.....	18
插图目录.....	21
表格目录.....	22

一、流动性的宏观观察

（一）银行间流动性压力缓和不明显，票据融资价格小幅回落

7天银行间回购利率从月初的3.0上升到5.4，之后回落到4.5，而7月份的高点5.7；银行间转贴现利率目前仍在9.4的近年高位，而7月份的高点也在9.5，无论是回购利率还是转贴现率，至少从数据上来看，与7月相比，银行间资金供求并没有发生明显变化。

但是，从公开市场数据来看，在目前国外市场风雨飘摇之际，适度放松的迹象是明显的。相比3520亿的公开市场到期规模，8月央行公开市场的资金回笼力度放缓，截止25日，公开回笼资金规模1840亿，意味着8月净投放规模可能达到近1600亿左右，而7月份的净投放只有100亿。

以珠三角和长三角为代表，银行承兑汇票利率在7月底升破9.0后回落到目前的7.8。本月企业票据融资较上月扩大2倍达到650亿。票据融资规模扩大的同时，银行承兑汇票利率却在回落，这主要是由于7月企业短期贷款回落显著到1310亿，只有6月份的一半，贷款需求的回落，再加上公开市场资金净投放的加大，缓解了承兑汇票的需求压力。

以10年期和1年期国债收益利差为表征的流动性紧缩程度达到0.3，与7月底一致，虽然处于09年以来的低点，但也没有进一步下探，流动性的紧张程度缓和并不明显。短期（1年期）国债利率终止了快速上升的势头，8月份较7月小幅回落，通胀预期的压力在7月CPI创新高后有所缓和。

图 1：银行间 7 天回购利率回升到上月水平

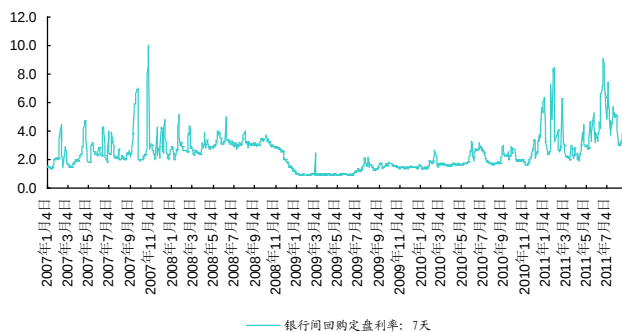
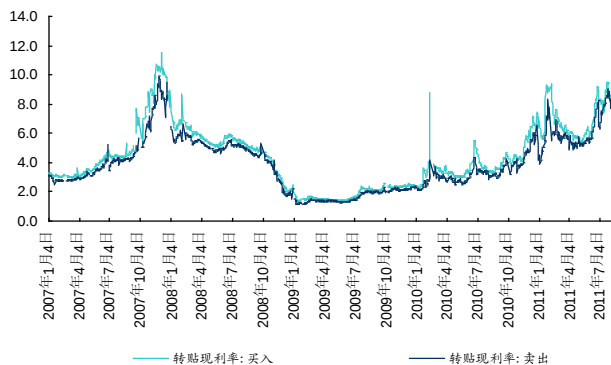
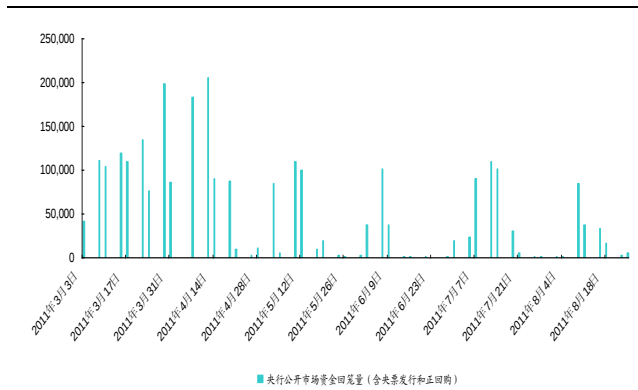


图 2：银行间转贴现利率仍在近年高点



数据来源：WIND，CEIC；中国银河证券研究部整理

图 3: 8 月央行资金回笼力度放缓



数据来源: CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 4: 3 季度公开市场资金到期量显著下降

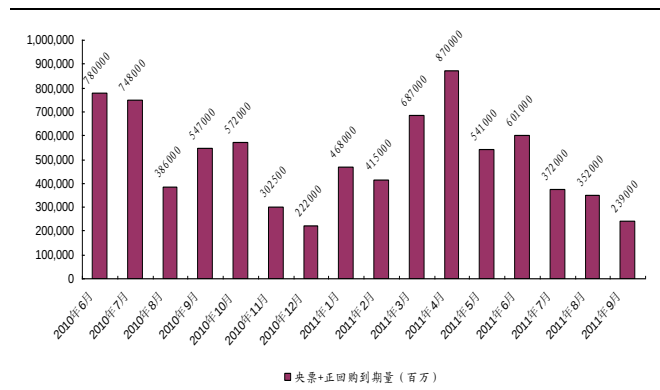
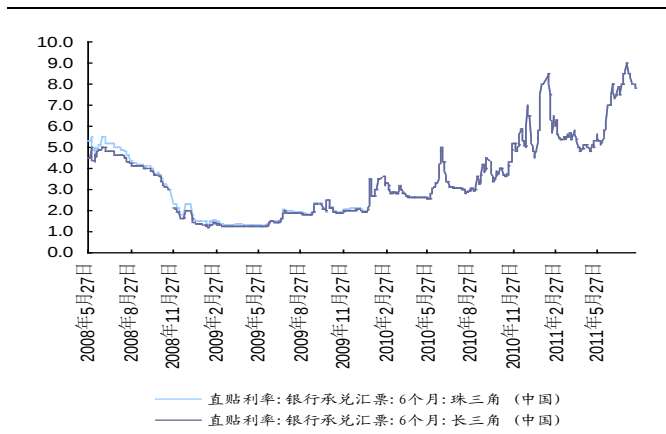
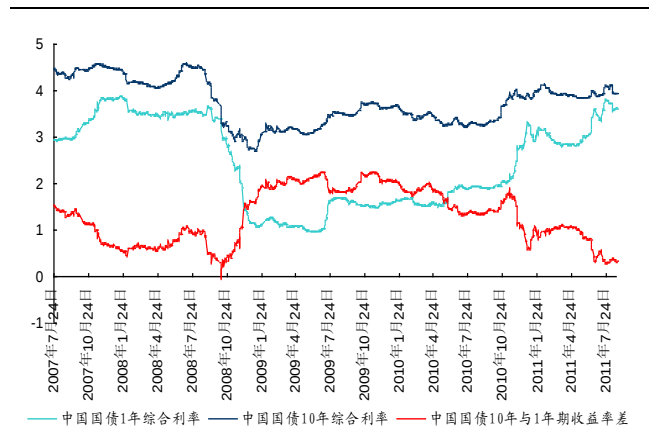


图 5: 珠三角和长三角票据贴现利率从 9.0 回落到 7.8



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

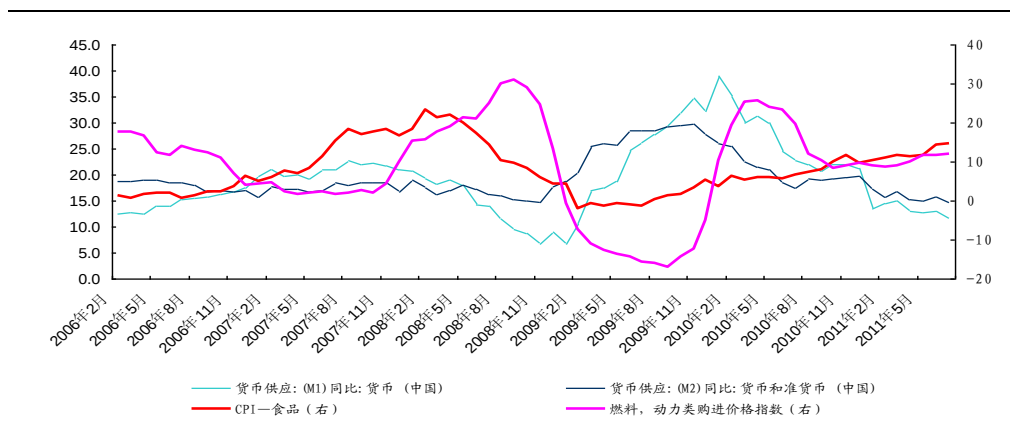
图 6: 10 年期和 1 年期国债利差维持 7 月以来的低位



（二）货币供给和通胀的拐点很可能临近

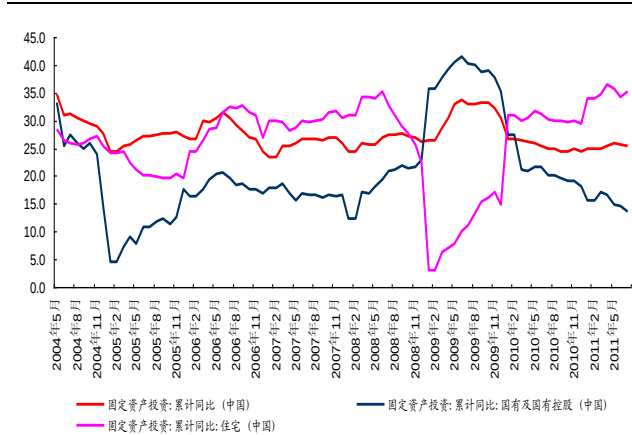
谈货币供给总是绕不开通胀的，对于通胀的判断，我们银河证券宏观团队认为“前高后不低”，站在今天，这个判断可谓是非常具有前瞻性。7 月份 CPI 的高点基本是确定的，但是，接下来，随着美国 QE3 刺激政策的展开，料通胀压力仍然会较大，所以后面 CPI 虽然有下降，但快速下降的可能很下。7 月 CPI 成为年内高点的判断主要是基于两方面，一者，翘尾因素后续贡献将大幅下降；二者，更重要的是，随着地产调控的见效，国内以围绕地产投资为主线的增长方式将逐步从量变过度到质变。随着投资的放缓，库存增速在 2 季度见顶后，逐步回落也将会舒缓通胀的压力。

图 7: 通胀和货币供给拐点到来



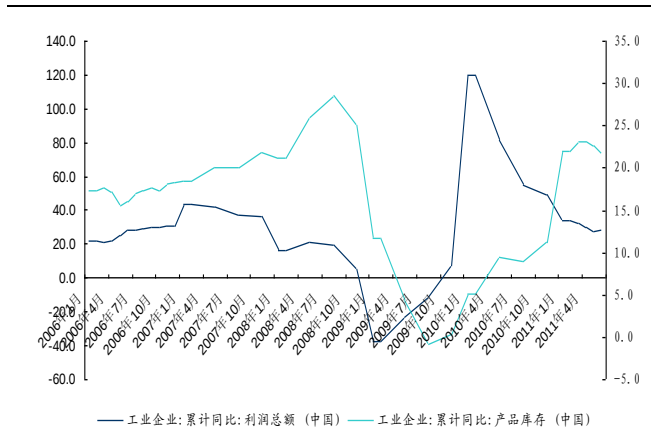
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 8: 固定资产投资增速稳中有降



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 9: 工业企业库存同比 2 季度见顶确立

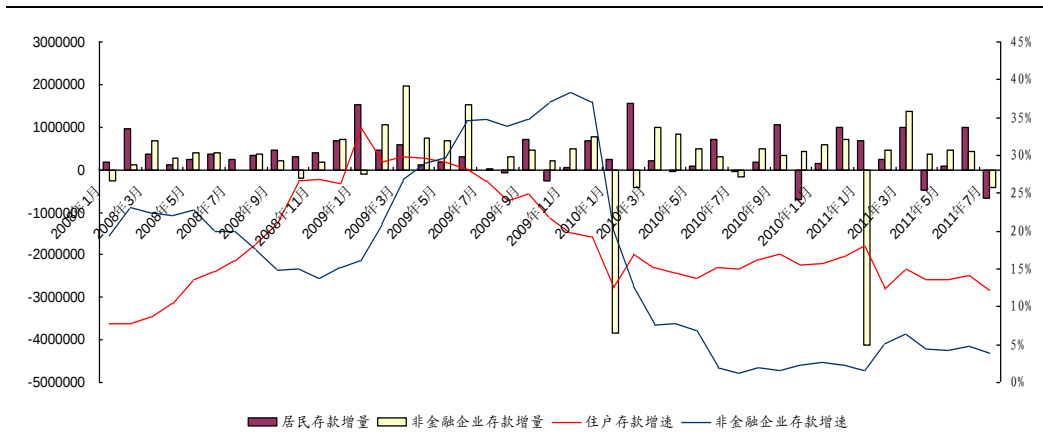


关于接下来的货币供给, 一种看法认为, 根据之前的经验, 通胀没有明显的下降之前, 货币供给的增速仍将继续下降, 所以 8 月份不会是货币供给的拐点, 但是, 经验并不能否定另一种可能: 通胀回落展开的同时, 货币供给拐头缓慢向上, 后者的可能性在加大。这样的判断主要依据我们对于中国接下来政策的观察和推理。主要是基于以下 3 点。

1、存款快速下降的势头将得到遏制

由于持续的负利率, 今年前 7 个月, 有两个月的居民和企业存款出现了显著的下降, 金融脱媒严重。流出商业银行的存款, 并没有进入股市, 进入楼市的热情也大幅减少。主要流向是民间借贷和银行理财以及信托产品。而要想改变这种存款下降的势头, 要有两个方面的努力, 一者, 通胀上升的趋势扭转; 二者, 负利率的情形改善。这两点在逐步实现: 通胀如前述, 7 月就是顶点; 对于负利率, 非对称加息的可能在加大。

图 10: 存款增速下降, 金融脱媒严重



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

2、信贷将适度放松

“定向宽松”的货币政策调整是确定的，一方面，中央对于中小企业支持的表态，以及保障房和农业水利建设的需要，下半年信贷的适度放松是必要的，另一方面，前述对于通胀的判断，也让这种放松有了现实的可能性。而且从公开市场操作放松来看，政策稳中有松的意图明显。

从信贷结构变化来看，7月份企业中长期贷款保持平稳；但是短期贷款环比回落显著，而票据融资环比增长近2倍，我们认为，不是企业贷款意愿下降，而是从紧的货币政策效力的显现，银行在种种压力下放贷动力不足，这种局面至少暂时的，后续将会改观。

对于企业，尤其是中小企业短期融资的有力支持，定向宽松政策的落实，很可能意味着存款准备金率将会下调。否则，严格的存贷比管理下，中小企业获得信贷的可能性仍然不大。

图 11: 7月信贷存量和增量都继续下降, 8月迎来定向宽松

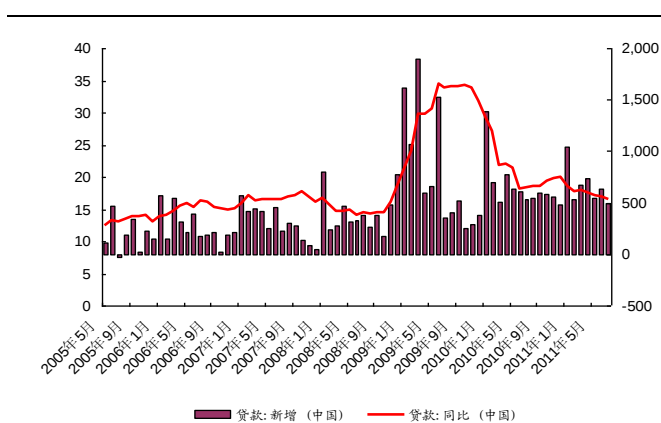
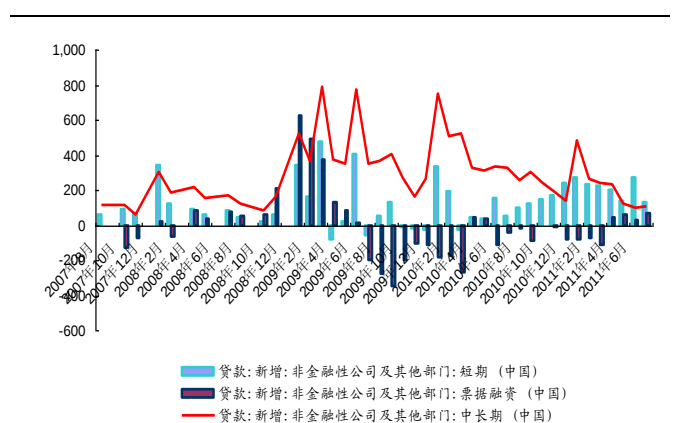
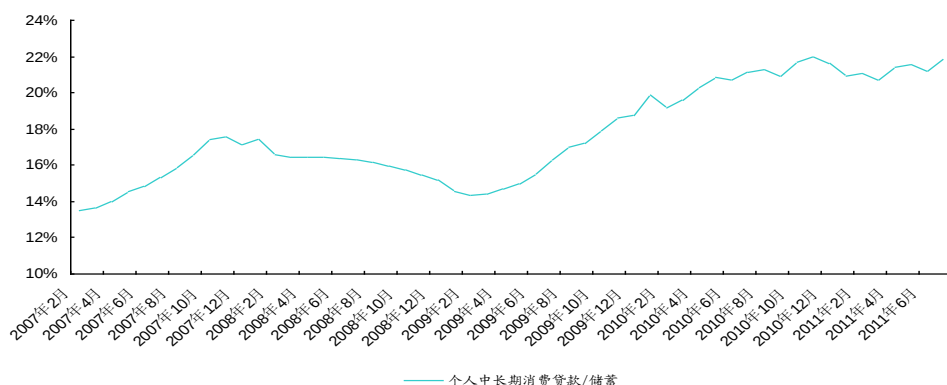


图 12: 7月企业短期贷款暂时性回落



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 13: 7 月家庭负债率随着储蓄存款的下降而上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

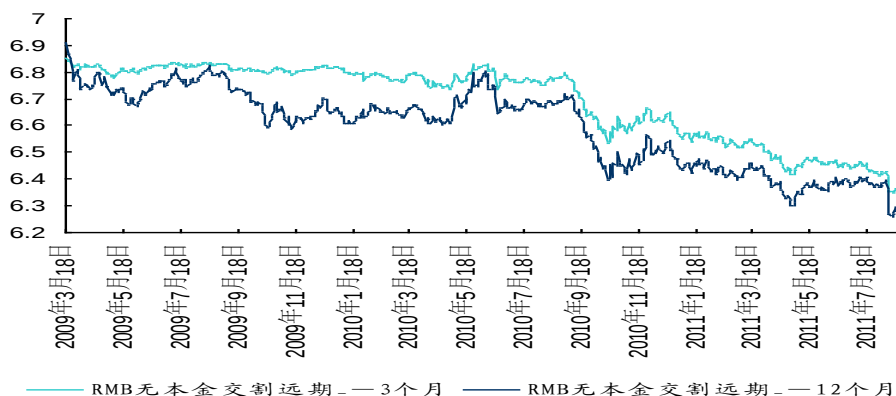
3、外汇占款

人民币兑美元已经突破 6.38, 1 年期 NDF 远期合约已经达到 6.25。8 月, 在美元指数基本稳定的状态下, 人民币的升值显然具有主动性的意味。在全面加息空间不大的情况下, 我们认为, 在未来仍然较大的通胀压力下, 人民币将很可能在下半年加快升值。

7 月份外汇占款增速与 6 月持平, 继续保持近 20% 的较高增速, 其中, 贸易顺差环比大幅上升, 并创出年初来的新高, 预计随着欧美新一轮刺激政策的展开, 海外订单增长可期, 贸易顺差将继续保持较高增长

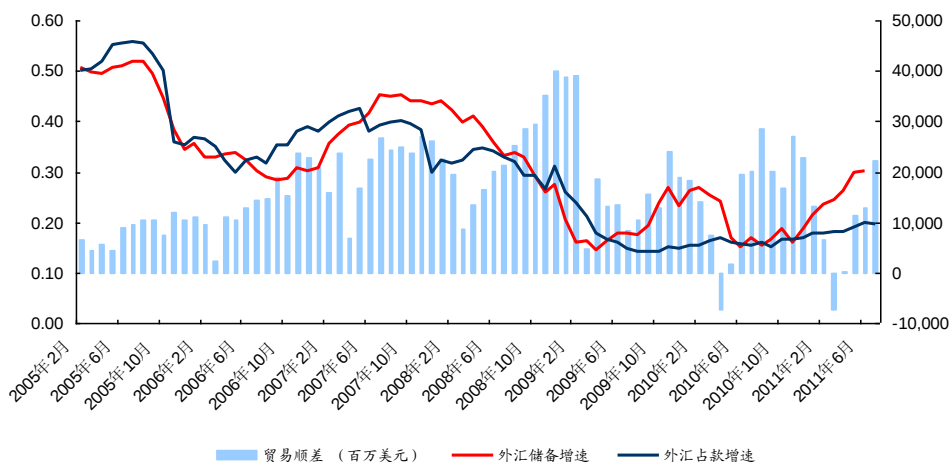
根据我们的粗略测算, 7 月份热钱流入环比继续显著的下降, 预计随着 8 月人民币升值的加快, 以及后续 A 股赚钱效应的显现, 同时, 美国企业和投资者现金充足。热钱在 8 月及后续的反弹可期。最后, 外商直接投资仍然比较稳定。总之, 外汇占款整体将保持继续上升的态势, 基础货币供给难以收缩。

图 14: 人民币兑美元汇率 NDF



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 15: 7 月贸易顺差创新高, 外汇占款增速与 6 月持平,



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 16: 7 月热钱流入环比继续显著下降, 粗略测算 (外汇占款-贸易顺差-外商直接投资)



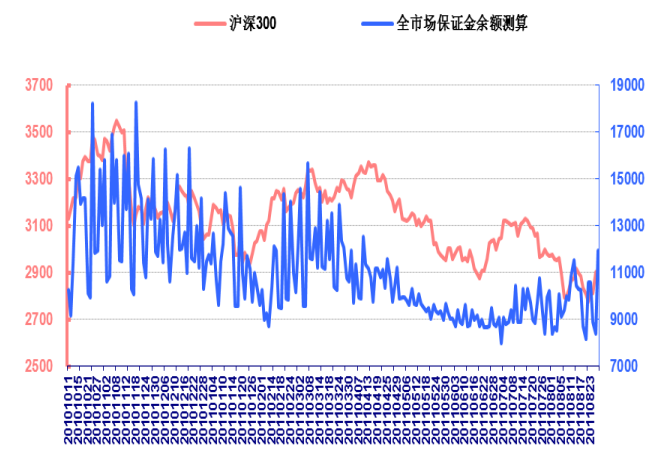
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

（三）场内资金底部反弹活跃，场外理财产品高收益要求难持续

1、场内存量资金规模

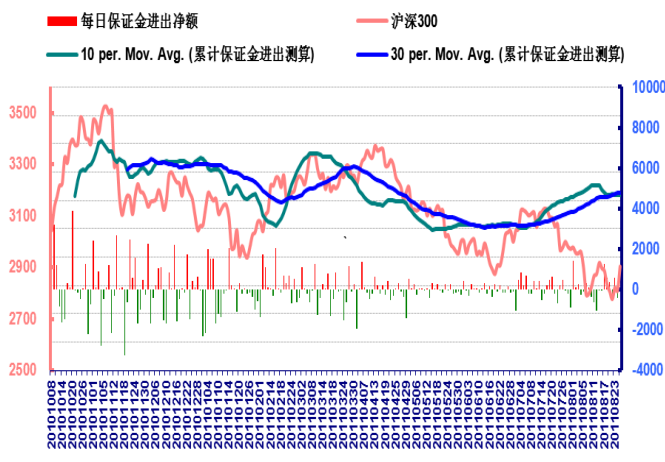
场内存量资金: 根据银河证券全市场保证金余额测算, 当前市场保证金余额虽然仍处于底部区域, 但是, 随着 8 月市场的剧烈波动而明显活跃, 从 8 月保证金余额的变化来看, 可以明显地看到有资金在逢低建仓。

图 17: 银河证券全市场保证金余额测算



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

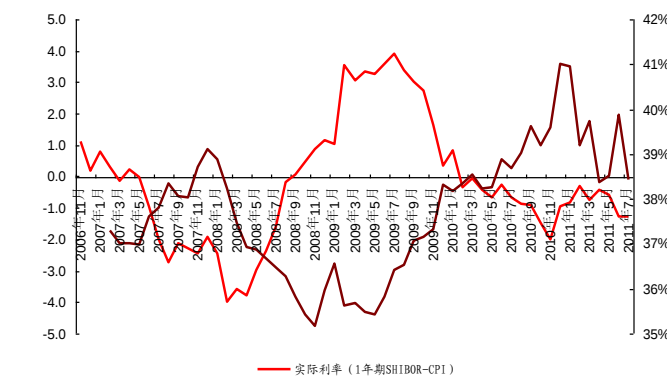
图 18: 累计保证金平滑



2、场外存量资金观察

场外存量资金: 在实际利率处于低位期间, 居民存款活化率虽然较 6 月份小幅回落, 但仍处高位达到 38.3%。虽然场内资金已经开始活跃, 但是活化的居民资金进入股市的可能仍小, 而是进入其他如理财产品, 民间借贷等领域。在没有明显的赚钱效应钱, 进场抄底的资金更多是先知先觉的资金, 如社保。但是, 随着收益率要求的提高, 理财产品的火爆也难也持续。而从构成 M2 的“其他存款”部分在 7 月份已经触底企稳, 这主要是 7 月份市场反弹所致, 在 8 月份的市场剧烈动荡下, 估计此数据仍不乐观, 难言反转。

图 19: 7 月份实际利率与 6 月持平, 居民存款活化率仍然高达 38%



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 20: 7 月以“其他存款”间接衡量的入市资金存量底部趋稳, 但是 8 月可能还不乐观

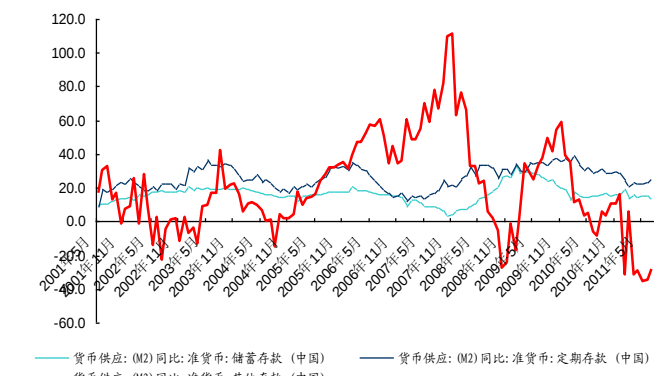
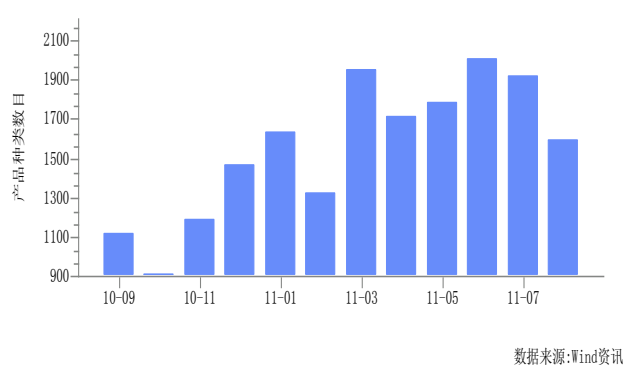


图 21: 7 月 A 股流通市值/M2 为 39.42%，略升



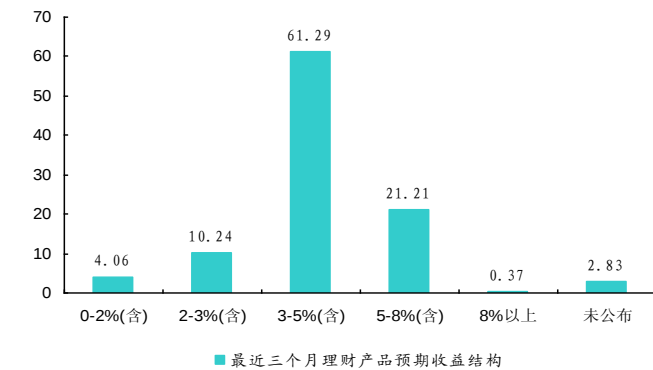
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 22: 8 月银行理财产品发行数量料达 1800 个，略降



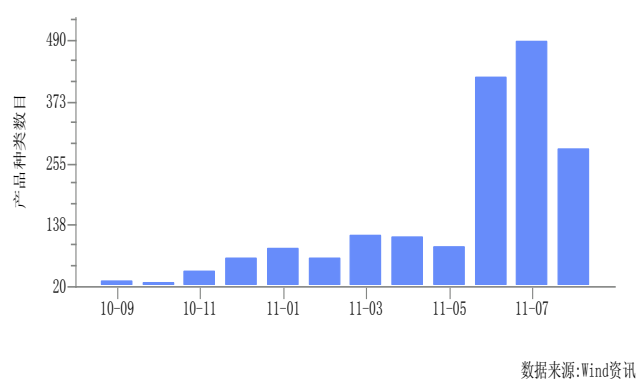
数据来源: Wind资讯

图 23: 最近 3 个月理财产品预期收益结构



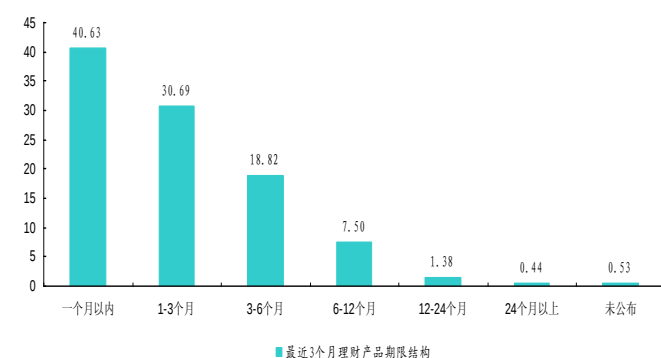
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 24: 预期收益率为 5-8% 的理财产品近 3 个月大幅上升



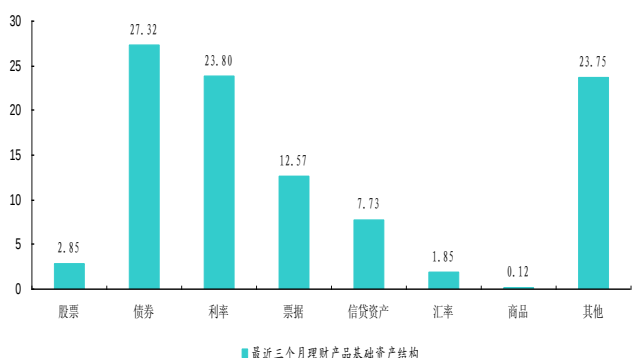
数据来源: Wind资讯

图 25: 最近 3 个月理财产品期限结构: 半年内仍是主流



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 26: 最近 3 个月理财产品基础资产结构: 股票占比不到 3%



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(四) 债市到期收益率的拐点很可能出现在 8 月份

我们关注债市的表现，因为，债市是吸纳场外存量资金最有力的场所之一。企业债到期收益率与 7 月份相比继续小幅上升，维持在高位，一方面，8 月份虽然企业债本身发行规模继续收缩，但是短融和中期票据规模放量发行，在当前通胀背景下，债券融资的成本可谓是最底的，是企业融资相对理想的选择。另一方面，10 年期企业债与国债的利差相比 7 月继续扩大，企业债收益率与 7 月相比小幅上升，而同时，国债收益率相比 7 月小幅下降，显然市场在买进国债而在卖出企业债，对于未来盈利从而偿还能力的担忧，导致市场的风险偏好转变。

我们预计，随着 CPI 拐点的出现，通胀压力的逐步缓和，库存的下降，企业未来盈利预期逐步好转，企业债的收益率在 8 月份很可能就是今年的高点。而企业债收益率与上证指数的背离将会在股指上升，收益率下降的过程中修正。

图 27: 10 年期企业债与国债收益率差继续新高

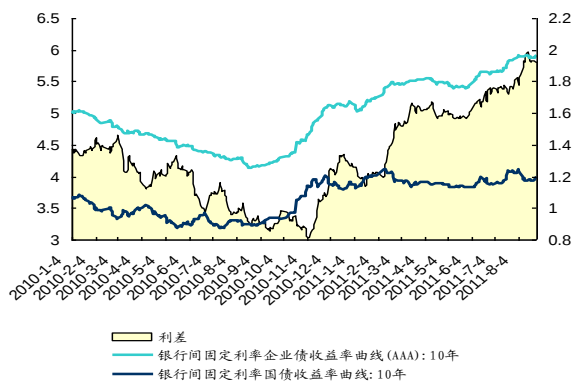
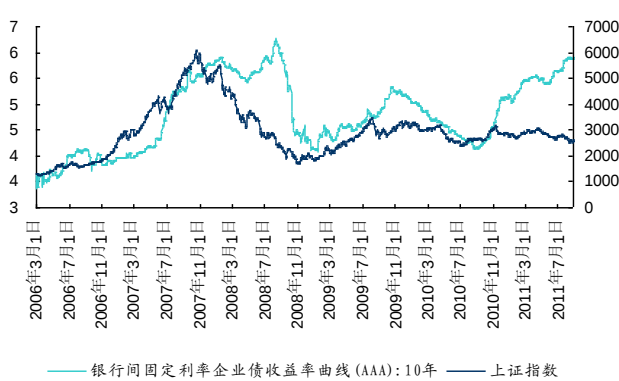
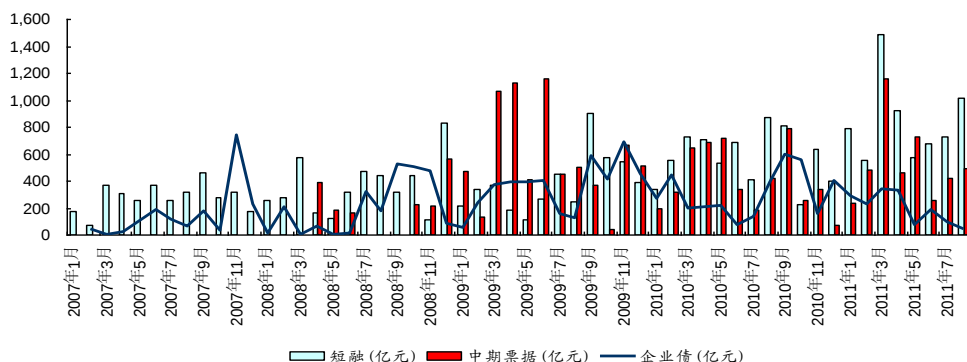


图 28: 8 月企业债收益率与股指的背离更加严重



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 29: 债券发行规模: 8 月企业债季节性回落; 但短融与中期票据发行放量



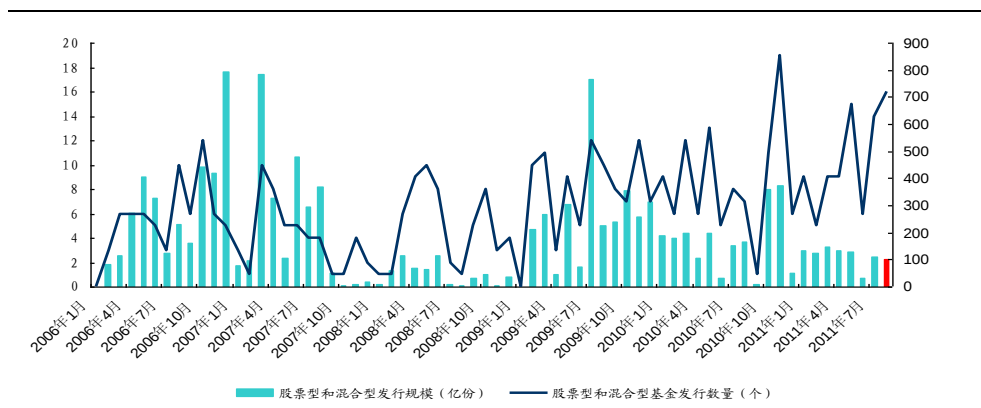
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

二、市场增量资金供给观察

(一) 8 月新基金发行个数上升，但份额规模料难超 7 月

8 月份股票型（16 支）和混合型（0 支）基金发行规模虽然好于 6、7 月份，但是发行规模预计并不理想，从市场的反馈来看，部分小基金的发行规模面临不到 2 亿的门槛考验，由前面知道，尽管场外资金活化率很高，但购买股票和基金的可能性不大，所以主要是原有存量资金的倒腾。我们以今年最低的 6 月份的平均发行规模预估 8 月发行总规模为 100 亿左右，偏股型基金发行规模与 7 月预计基本持平。

图 30: 8 月偏股票型基金发行数量和规模（截至 8 月 26 日，8 月发行规模为估计值）

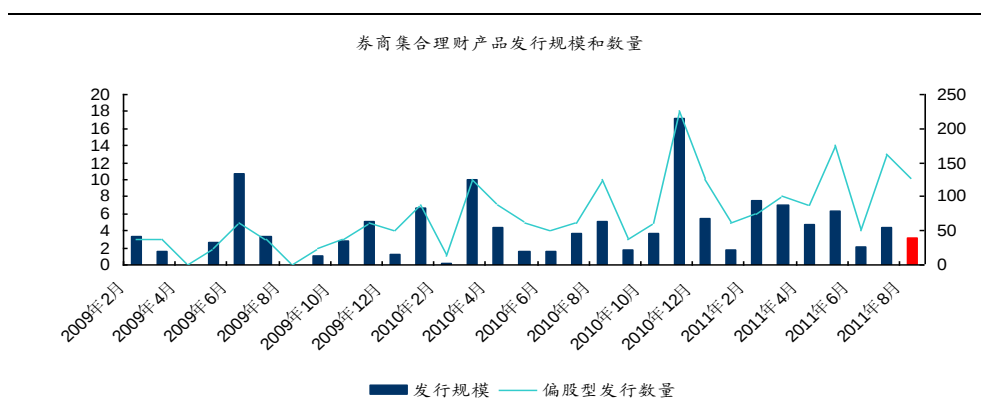


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(二) 8 月券商理财产品偏股型发行规模预估为 40 亿左右

WIND 的统计数据表明，8 月份券商理财产品中偏股型发行量有 10 支，而 7 月为 13 支，平均发行规模料难超过 7 月，预估为 40 亿左右，整体发行规模难超 7 月。

图 31: 券商集合理财产品偏股型发行规模 8 月料环比下降（截至 8 月 26 日估测值）



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(三) 8月保险资金投资占比料进一步上升

7月保费收入 998.5 亿，同比下降-4%，6月同比上升的势头未能延续。去年8月保费收入 1060 亿，若以最近 3 个月的平均增速估计，今年 8 月份保费收入预计为 1040 亿。

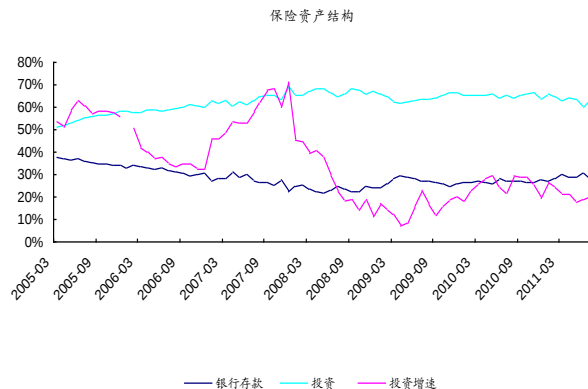
7 月份保险资金投资占比明显上升，而银行存款占比下降，保险资金入市的传言得到一定的印证。而根据前面 8 月场内保证金底部活跃的迹象看，8 月当大盘跌到 2437 后，保险资金加仓的基本是确定的，因此我们预计投资占比在 8 月可能进一步上升。

8 月份人身险收入为 738 亿，以 20%的比重为限，最多可以新增股票投资额 147 亿。

图 32: 8 月保险业保费收入预估为 1040 亿

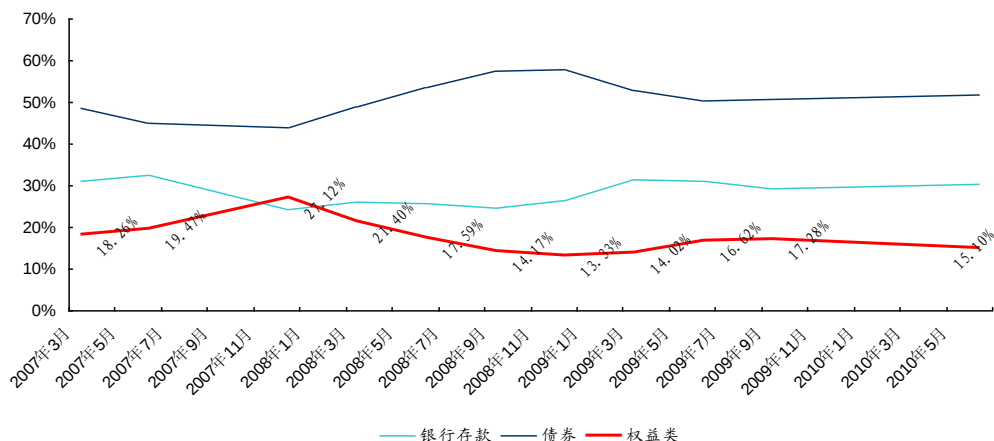


图 33: 8 月保险业投资占比料进一步上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 34: 保险业资金运用历史比例

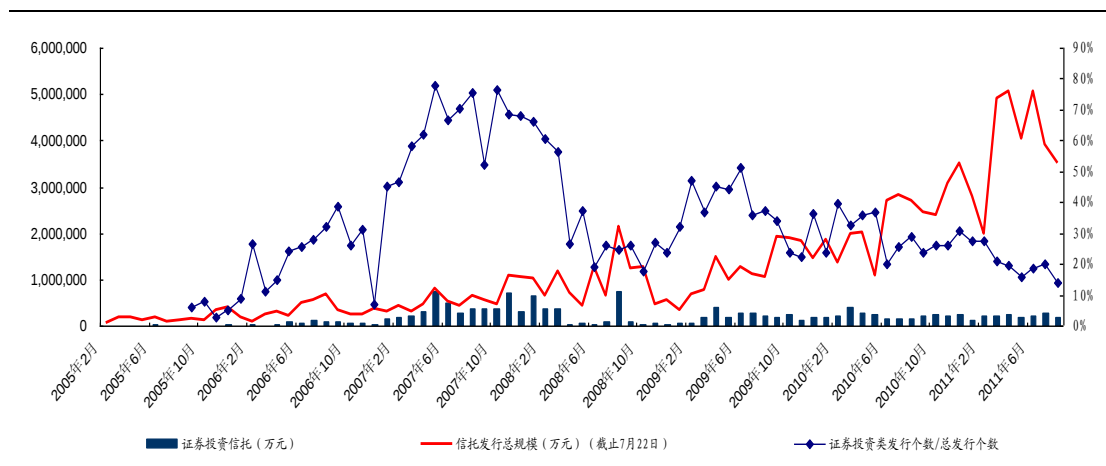


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(四) 信托—8月信托发行规模继续回落，资金流向在渐变。

今年上半年信托发行总规模创出历史天量，4月份508亿，5月份407亿，6月份517亿，7月份截至390亿，截至8月28日，WIND发行数量统计为300个，而7月为377个，预计8月最终的发行规模将略小于7月，预估为350亿，其中证券投资信托和权益投资信托都较上月出现显著下降，预估为。信托产品发行规模的收缩，也在一定程度上反映场外资金的流向正在发生变化。

图 35: 8月份证券投资信托发行个数占比创新低，发行规模难超7月（8月为预估值）

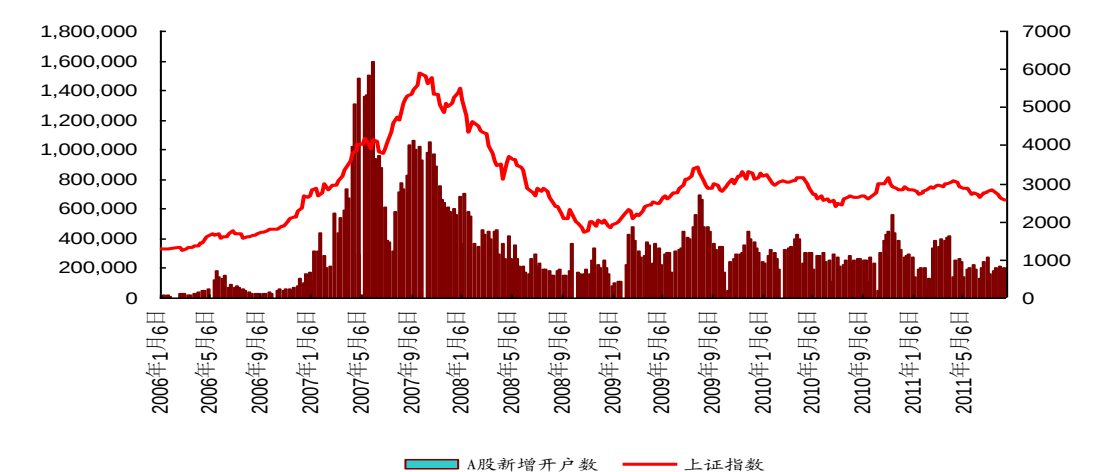


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(五) 8月非基金类账户新增开户数预估比7月略升

按照中登数据，进入8月以来，前三周开户数为57万，预估全月新增开户数为80万户。7月为76万户，而6月为95万。根据中登统计，50%的A股账户市值在区间1-10万之间，我们取中值6万为账户平均资金量，则8月将新增可入市资金480亿左右。

图 36: 8月A股新增开户数预估为80万



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

三、市场资金需求

(一) 8月IPO和再融资需求预估为640亿，较7月下降20%

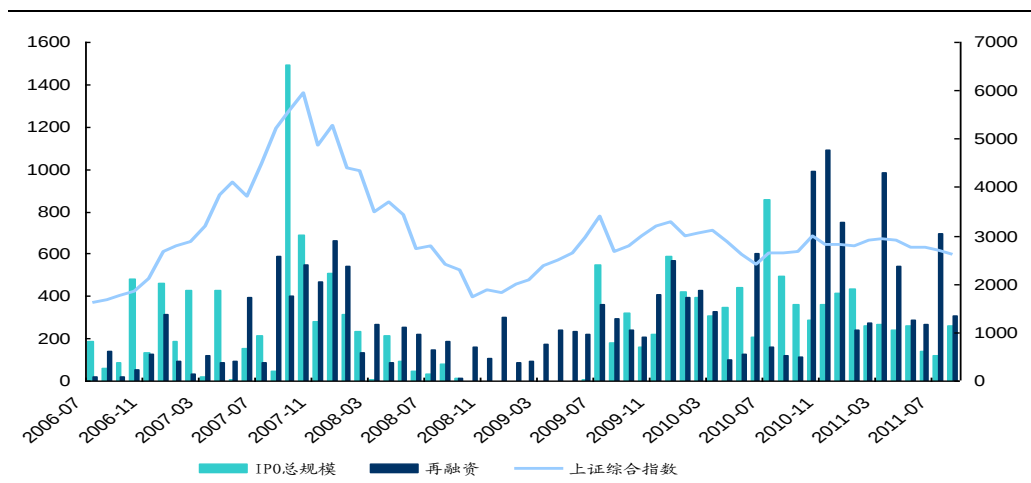
根据2009年8月份以来的融资统计数据的均值，截至8月28日，有20家IPO,12家再融资，我们预测8月份全月IPO数量为25家，再融资数量为13家，融资总规模为640亿。

表 1: 8月IPO与再融资规模预估

	IPO总规模(亿)	IPO公司数	再融资(亿)	再融资公司数	合计募集资金
2009.8-2011.7 月度均值	338	26	344	15	682
8月(至2011-8-28)	261	23	310	12	571
2011年8月预估	300	25	340	13	640

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 37: 首发募集, 再融资总额统计



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

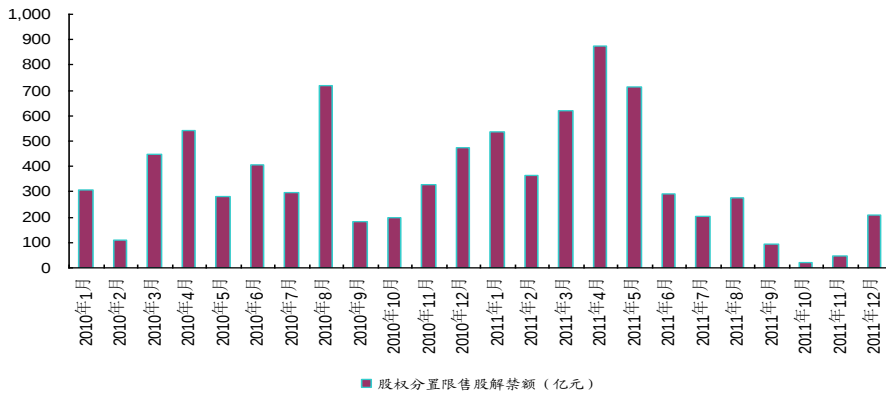
(二) 8月限售股解禁规模

1、8月股权分置限售股解禁规模估计645亿，而减持规模预估为54亿

根据WIND的不完全统计数据，8月股权分置改革产生的大小非解禁规模达到280亿元，而7月为200亿，9月则下降到96亿，这个数据的意义仅仅在于8月份的大小非解禁规模很可能超过7月份。

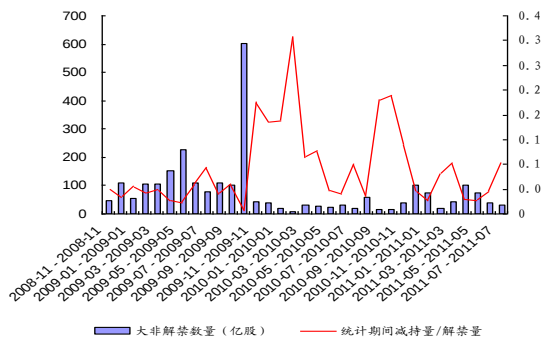
我们的估测，采用的是中证登的数据，在过去的一年中（2010年8月到2011年7月）平均的月度解禁规模为：大非51亿股，小非3.2亿股，根据大小非的累计减持比例，截至7月，大非为6.18%，小非为43%，以此平均估算，8月大非3.15亿股，小非减持1.37亿股，共减持4.52亿股，以2010年1月到2011年4月平均每股减持金额11.9元计算，8月解禁规模预计为645亿，而减持金额估计为54亿。

图 38: 根据 WIND 的不完全统计: 8 月股改限售股解禁规模 280 亿元, 9 月为 96 亿



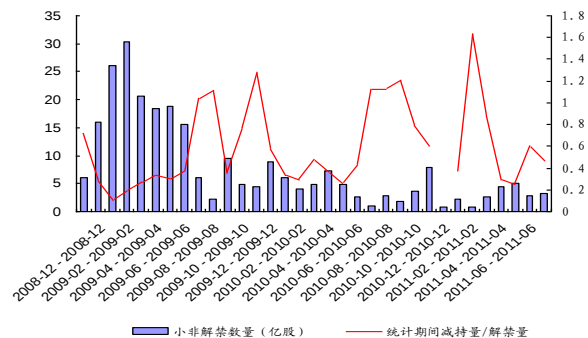
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 39: 8 月大非解禁数量估计为 51 亿股



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

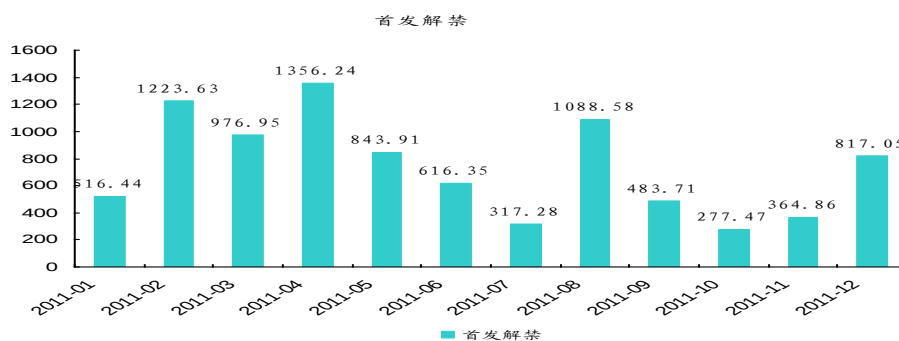
图 40: 8 月小非解禁数量估计为 3.2 亿股



2、首发原始股东和机构配售解禁规模为 1088 亿，减持规模预计为 91

8 月首发解禁量为 1088 亿元，较 7 月大幅上升，按照我们前面的对于大小非的减持假设，首发减持量估计为 91 亿左右。

图 41: 8 月首发解禁规模为 1088 亿元

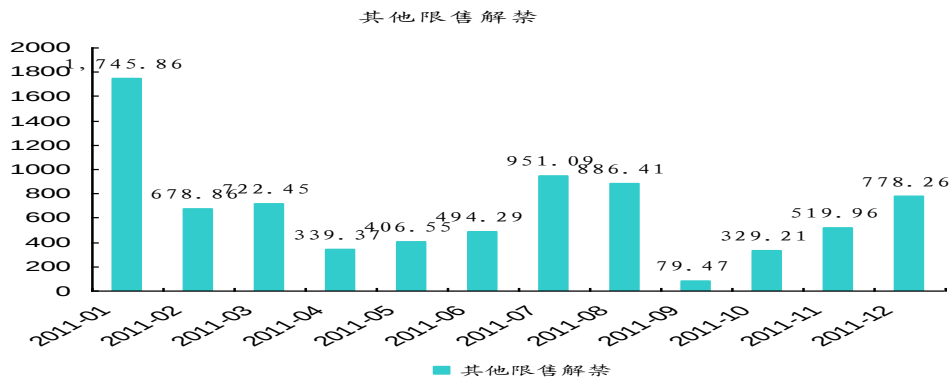


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

3、其他限售股解禁规模预估为 886 亿，减持量预估为 74 亿

8月包括增发和配股等其他限售股解禁规模为886亿，略小于7月，按照前述规则，8月减持量估计为74亿左右。

图 42: 8月增发和配股等其他限售股解禁量为886亿



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

总体来看, 8月市场资金供需仍然从紧, 需求显著大于供给。我们假设市场新增资金 50% 为可能的进场资金。

表 2: 8月市场资金供求估测:

市场增量资金 (亿元)		市场资金需求 (亿元)	
新基金发行	100	融资需求	640
券商集合理财	40	股改限售股解禁	54
保险	147	首发限售股解禁	91
证券投资信托	50	增发配股限售股解禁	74
非基金类账户	480		
合计	817*50%=408	合计	859

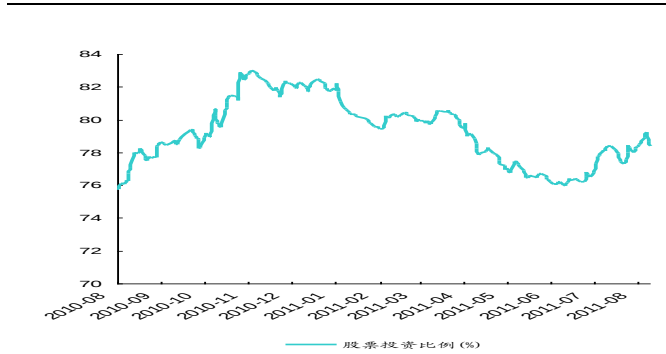
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

四、市场情绪指标观察

这部分的作用更多的是印证前述的观察和判断

(一) 基金仓位和份额略升

图 43: 基金整体仓位上升到 78.38 (8 月 26 日)



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 44: 股票型基金仓位略上升到 83.22

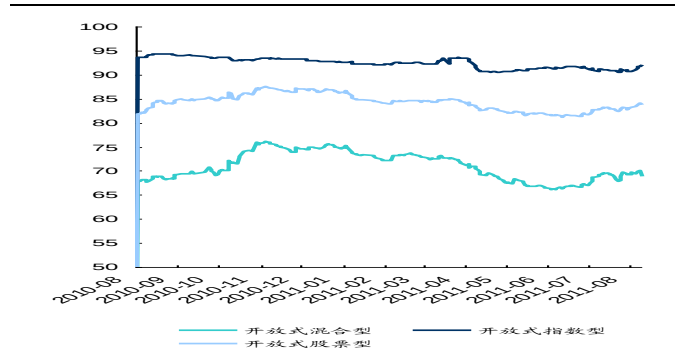
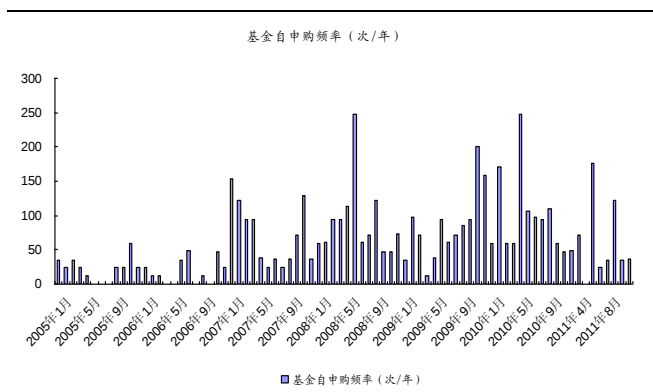
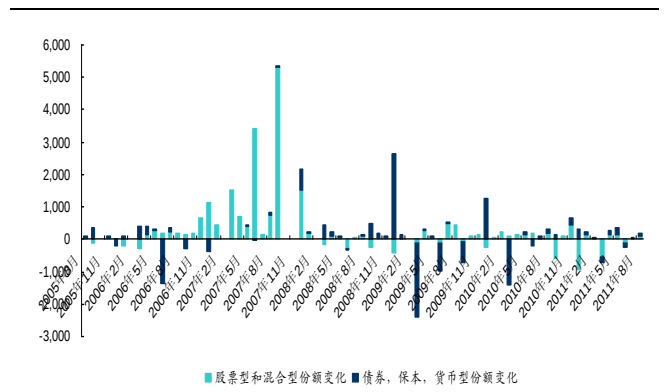


图 45: 8 月基金自申购频率与 7 月低位持平



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

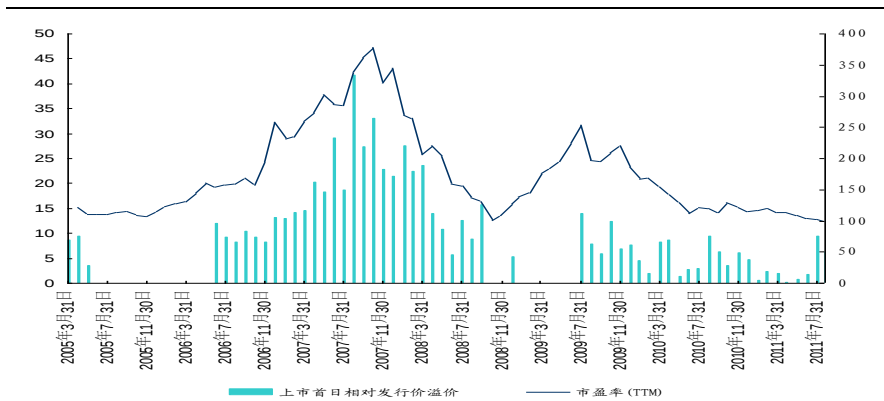
图 46: 8 月偏股型基金份额增长 116 亿股 (7 月为 22 亿)



(二) 8 月新股上市首日平均溢价率 50%

8 月新股上市首日相对发行价溢价率达 50%。

图 47: 8 月新股上市首日相对发行价溢价率达 50%



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(三) 8月A股日均换手率环比下降，持仓账户比例继续下降

交易账户占比已经下降到08年以来的新低。持仓账户较上月略微下降，在空头的强力打压下，市场仍然缺乏做多的动力。而同时，对于那些已经亏损的账户来说，此时割肉的动力也不大，在如此强力下跌并反弹后。

图 48: 8月日均换手率为0.62，较7月0.74下降16.4%

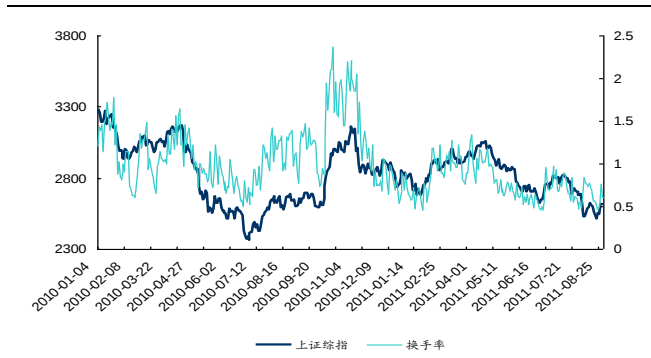
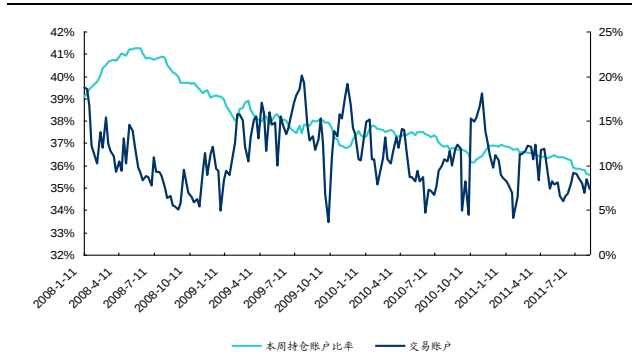


图 49: 8月持仓账户比例略下降，交易账户比例降至7.24%



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

五、市场资金流向

(一) 场内资金流向大的格局：出中上游周期，入金融和稳定类

根据 WIND 的资金流向统计，8月A股资金净流出635亿，较7月份净流出减少近280亿；中小板净流出115亿，而7月份净流出125亿。

图 50: WIND 资金流向：8月A股资金净流出635亿

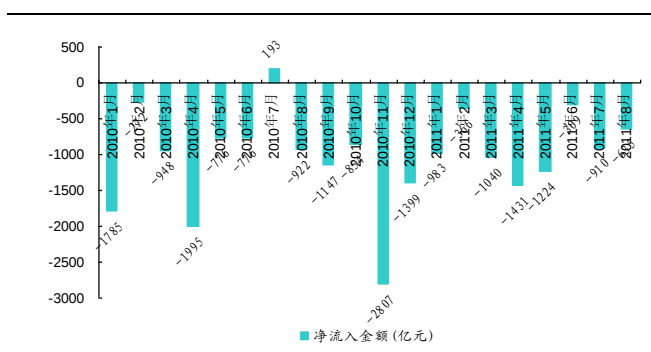
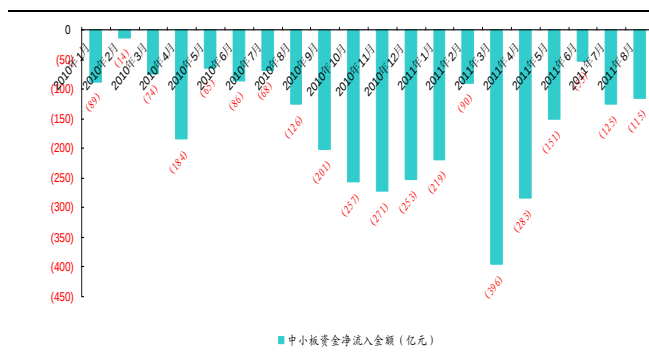


图 51: WIND 资金流向：8月中小板资金净流出115亿

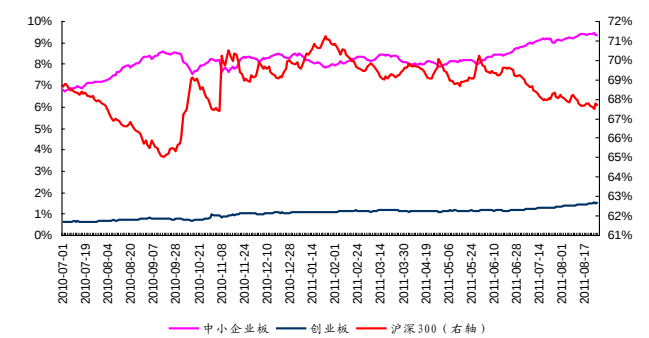


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

从流通市值比重变化来看，8月大幅调整震荡的特征是：在场内增量资金有限的前提下，存量资金再次选择了中小板和创业板作为攻击的对象，而以沪深300为代表的大盘股市值比重在7月企稳后再现下降通道。尽管金融类的流通市值占比在8月没有继续其下降趋势，反而成为稳定大盘的中坚力量，但是，资金整体流向上仍然以中小盘为主。本月除了金融类受到青睐外，稳定类的板块在当前的调整震荡中继续受追捧，市值比重继续上升，而周期类的占比则继续回落，资金求稳避险的情绪浓重；上游资源类的流通市值比重，作为典型的周期类继续下降，

而中游则表现相对平稳，流通市值比重稳定，下游偏消费类的板块流通市值比重上升

图 52: 8 月中小板和创业板是资金的流向所在



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 53: 8 月资金流向金融和稳定类，抛弃周期类

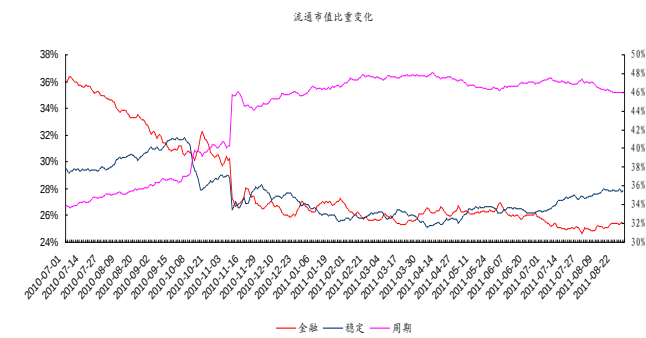
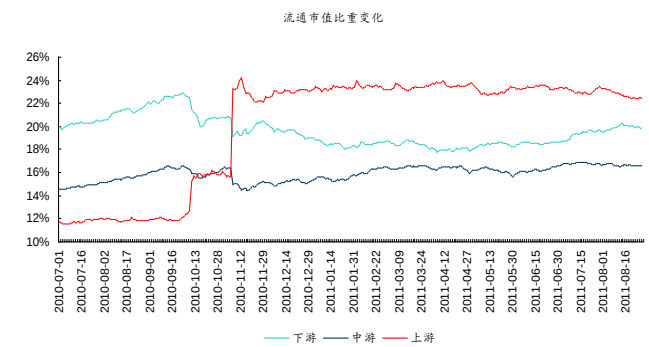
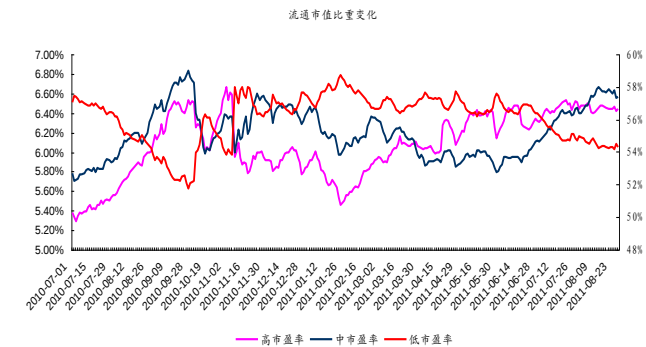


图 54: 8 月上游遭弃，资金流向下游



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 55: 8 月中市盈率仍受青睐，低市盈率占比仍未上升



(二)分行业和个股资金流向观察：金融和轻资产稳定类受青睐

表 3: 分行业资金流向（8 月 26 日前 20 交易日）

行业	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)
金融服务	429003.67	20610583.85	2.08
餐饮旅游	12176.75	2065469.74	0.59
食品饮料	1620.71	13509106.84	0.01
房地产	-23059.41	17243962.62	-0.13
信息服务	-82968.44	11966733.41	-0.69
采掘	-148478.42	13482007.74	-1.1
农林牧渔	-133657.21	11267352.21	-1.19
商业贸易	-146259.31	9804757.6	-1.49
纺织服装	-117065.77	7689529.29	-1.52
交通运输	-110890.28	7273572.19	-1.52
公用事业	-146242.86	8955443.76	-1.63
医药生物	-391155.21	20177720.91	-1.94

有色金属	-542231.98	25083662.64	-2.16
机械设备	-729976.71	31390600.51	-2.33
轻工制造	-173265.54	7395615.28	-2.34
综合	-141427.62	5850052.5	-2.42
建筑建材	-466098.95	18015467.81	-2.59
化工	-837064.16	30455051.09	-2.75
交运设备	-388245.41	14105407.25	-2.75
信息设备	-257042.48	7704735.11	-3.34
电子元器件	-378954.6	11165318.99	-3.39
黑色金属	-215107.83	5561227.59	-3.87
家用电器	-256208.81	5789185.5	-4.43

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

表 4: 资金流入率最高的个股 (8 月 26 日前 20 交易日)

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)
300257.SZ	开山股份	3.36	86048.74	402694.7	21.37
002573.SZ	国电清新	12.63	8397.65	68627.91	12.24
600383.SH	金地集团	4.57	46009.72	392739.5	11.72
601886.SH	江河幕墙	7.13	67943.7	595080.5	11.42
600900.SH	长江电力	-3.71	25340.69	224261	11.3
000511.SZ	银基发展	9.15	9921.8	88920.09	11.16
002298.SZ	鑫龙电器	30.38	10241.78	101275.4	10.11
600363.SH	联创光电	6.7	2935.71	29561.41	9.93
600109.SH	国金证券	-1.91	7834.75	80434.98	9.74
600258.SH	首旅股份	6.44	6427.84	67985.48	9.45
600815.SH	厦工股份	4.93	17546.5	186156.6	9.43
600377.SH	宁沪高速	-0.36	2883.82	30738.04	9.38
002285.SZ	世联地产	6.26	2535.73	27558.36	9.2
002014.SZ	永新股份	8.44	9661.07	105459.7	9.16
002220.SZ	天宝股份	10.41	3458.16	37820.85	9.14
000410.SZ	沈阳机床	6.33	12399.72	138734.4	8.94
601398.SH	工商银行	-1.65	28277.82	326155.2	8.67
600266.SH	北京城建	4.73	11202.26	132165.9	8.48
002528.SZ	英飞拓	22.58	11661.87	139871.6	8.34
000002.SZ	万科 A	3.56	55897.55	672622.3	8.31

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

表 5: 资金净流出率最高的个股 (8 月 26 日前 20 交易日)

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)
------	------	--------	-----------	---------	----------

002164.SZ	东力传动	-19.88	-13007.5	82593.06	-15.75
002189.SZ	利达光电	-16.39	-4451.45	30477.62	-14.61
000788.SZ	西南合成	-3.77	-5469.2	38482.7	-14.21
000950.SZ	建峰化工	-11.18	-11074	79195.33	-13.98
600765.SH	中航重机	-19.53	-39158.1	281239.6	-13.92
000063.SZ	中兴通讯	-13.83	-120443	883763.9	-13.63
600506.SH	ST 香梨	-20.95	-9618.08	71221.07	-13.5
	*ST 盛润				
000030.SZ	A	71.11	-5993	44913.46	-13.34
002256.SZ	彩虹精化	-35.05	-48767.6	379722	-12.84
600760.SH	中航黑豹	-13.22	-6213.87	49003.36	-12.68
600839.SH	四川长虹	-14	-77661.8	614514.8	-12.64
600699.SH	ST 得亨	-6.8	-2495.61	20268.11	-12.31
600176.SH	中国玻纤	-19	-28672.8	233624.2	-12.27
002138.SZ	顺络电子	-13.23	-4911.29	41017.27	-11.97
002042.SZ	华孚色纺	-10.53	-27249	227582.8	-11.97
600338.SH	ST 珠峰	-11.92	-7050.26	58896.18	-11.97
002214.SZ	大立科技	-7.07	-6576.79	55388.35	-11.87
601008.SH	连云港	-7.91	-17637.3	149661	-11.78
000915.SZ	山大华特	-9.18	-6156.35	52814.04	-11.66
601618.SH	中国中冶	-7.91	-21499.3	184966.4	-11.62

数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

插图目录

图 1: 银行间 7 天回购利率回升到上月水平	1
图 2: 银行间转贴现利率仍在近年高点	1
图 3: 8 月央行资金回笼力度放缓	2
图 4: 3 季度公开市场资金到期量显著下降	2
图 5: 珠三角和长三角票据贴现利率从 9.0 回落到 7.8	2
图 6: 10 年期和 1 年期国债利差维持 7 月以来的低位	2
图 7: 通胀和货币供给拐点到来	3
图 8: 固定资产投资增速稳中有降	3
图 9: 工业企业库存同比 2 季度见顶确立	3
图 10: 存款增速下降, 金融脱媒严重	4
图 11: 7 月信贷存量和增量都继续下降, 8 月迎来定向宽松	4
图 12: 7 月企业短期贷款暂时性回落	4
图 13: 7 月家庭负债率随着储蓄存款的下降而上升	5
图 14: 人民币兑美元汇率 NDF	5
图 15: 7 月贸易顺差创新高, 外汇占款增速与 6 月持平,	6
图 16: 7 月热钱流入环比继续显著下降, 粗略测算 (外汇占款-贸易顺差-外商直接投资)	6
图 17: 银河证券全市场保证金余额测算	7
图 18: 累计保证金平滑	7
图 19: 7 月份实际利率与 6 月持平, 居民存款活化率仍然高达 38%	7
图 20: 7 月以“其他存款”间接衡量的入市资金存量底部趋稳, 但是 8 月可能还不乐观	7
图 21: 7 月 A 股流通市值/M2 为 39.42%, 略升	8
图 22: 8 月银行理财产品发行数量料达 1800 个, 略降	8
图 23: 最近 3 个月理财产品预期收益结构	8
图 24: 预期收益率为 5-8% 的理财产品近 3 个月大幅上升	8
图 25: 最近 3 个月理财产品期限结构: 半年内仍是主流	8
图 26: 最近 3 个月理财产品基础资产结构: 股票占比不到 3%	8
图 27: 10 年期企业债与国债收益率差继续新高	9
图 28: 8 月企业债收益率与股指的背离更加严重	9
图 29: 债券发行规模: 8 月企业债季节性回落; 但短融与中期票据发行放量	9
图 30: 8 月偏股票型基金发行数量和规模 (截至 8 月 26 日, 8 月发行规模为估计值)	10
图 31: 券商集合理财产品偏股型发行规模 8 月料环比下降 (截至 8 月 26 日估测值)	10
图 32: 8 月保险业保费收入预估为 1040 亿	11
图 33: 8 月保险业投资占比料进一步上升	11
图 34: 保险业资金运用历史比例	11
图 35: 8 月份证券投资信托发行个数占比创新低, 发行规模难超 7 月 (8 月为预估值)	12
图 36: 8 月 A 股新增开户数预估为 80 万	12
图 37: 首发募集, 再融资总额统计	13
图 38: 根据 WIND 的不完全统计: 8 月股改限售股解禁规模 280 亿元, 9 月为 96 亿	14
图 39: 8 月大非解禁数量估计为 51 亿股	14

图 40: 8 月小非解禁数量估计为 3.2 亿股	14
图 41: 8 月首发解禁规模为 1088 亿元	14
图 42: 8 月增发和配股等其他限售股解禁量为 886 亿	15
图 43: 基金整体仓位上升到 78.38 (8 月 26 日)	16
图 44: 股票型基金仓位略上升到 83.22	16
图 45: 8 月基金自申购频率与 7 月低位持平	16
图 46: 8 月偏股型基金份额增长 116 亿股 (7 月为 22 亿)	16
图 47: 8 月新股上市首日相对发行价溢价率达 50%	16
图 48: 8 月日均换手率为 0.62, 较 7 月 0.74 下降 16.4%	17
图 49: 8 月持仓账户比例略下降, 交易账户比例降至 7.24%	17
图 50: WIND 资金流向: 8 月 A 股资金净流出 635 亿	17
图 51: WIND 资金流向: 8 月中小板资金净流出 115 亿	17
图 52: 8 月中小板和创业板是资金的流向所在	18
图 53: 8 月资金流向金融和稳定类, 抛弃周期类	18
图 54: 8 月上游遭弃, 资金流向下游	18
图 55: 8 月中市盈率仍受青睐, 低市盈率占比仍未上升	18

表格目录

表 1: 8 月 IPO 与再融资规模预估	13
表 2: 8 月市场资金供求估测:	15
表 3: 分行业资金流向 (8 月 26 日前 20 交易日)	18
表 4: 资金流入率最高的个股 (8 月 26 日前 20 交易日)	19
表 5: 资金净流出率最高的个股 (8 月 26 日前 20 交易日)	19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪 策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908