

信托继续回落，银行理财恐见顶——A 股市场流动性观测 10 月报

核心要点：

流动性的宏观观察

整体的信贷供给规模以及利率水平仍将保持稳定，但是，在总体稳定下，随着市场对于 4 季度增长放缓担忧的加剧以及国务院对于中小企业信贷和税收政策的出台，后续料将还有配套政策出台。短端利率下行趋势料更明确，而长端利率难以快速下降，料将继续维持在高位徘徊，因为虽然通胀的趋势向下，但是通胀快速下降的可能性并不大。

从贴现率和转贴现利率的历史高位来看，银行信贷由于受总量配额限制，信贷资源仍然非常紧张。

货币供给可能在 9 月份到达年内低点，后续将缓和回升。一者，由于高利贷风险的爆发存款继续大幅下降的可能性不大；二者，定向宽松的展开，货币创造能力提升；三者，中国的贸易顺差下降趋势难成立，随着欧美新一轮刺激的展开，料出口增速将反弹。

市场存量资金观察

场内存量资金：当前全市场保证金余额探出 1 年来的新低，大规模的增量资金还没有入场的迹象。构成 M2 的“其他存款”部分在 9 月份环比继续下降，在不断的创新低。

场外存量资金：当前的居民存款活化率仍在高位，但是，9 月份银行理财产品的发行量创历史新高，而随着理财产品管理办法的出台和透明度的增强，银行恐难通过承诺高收益的方式来吸引资金；信托尤其是房地产信托已经处于被全面收紧；高利贷也是风声鹤唳。

市场增量资金观察

随着股市的低迷，增量资金来源包括新基金，券商理财产品，保险资金以及非基金类新开户带来的资金基本都处于地量状态。尽管限售股减持和减持的规模都已大幅下降。但 IPO 和再融资的态势仍然火热，增量资金供需仍然非常紧张

市场内资金流向观察

当前的反弹，资金流向低是市盈率的金融地产和资源能源，而流出中高市盈率的消费，科技和原材料类，但成交量难以形成较大反弹。国内货币和财政政策渐趋明朗，通胀和增长的担忧开始缓解，现在更多的是要等待欧美市场政策的明确，确保内外增长信心的全面增强。而这个时间点可能在本月底或下月初。

分析师

李亚明 策略分析师

✉: liyaming@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571404

执业证书编号: S0130511100001

目 录

一、流动性的宏观观察.....	1
(一) 流动性将继续改善, 但信贷腾挪空间极度紧张	1
(二) 9月很可能是货币供给年内低点	3
(三) 债市利差有缩小希望	7
二、场内资金降到低谷, 场外理财产品料达顶峰.....	9
(一) 场内存量资金规模创新低	9
(二) 场外存量资金: 9月理财产品发行创新高, 但10月料难增长.....	10
三、市场增量资金供给观察.....	11
(一) 9月偏股型基金发行规模创地量	11
(二) 9月券商理财产品发行规模创地量	12
(三) 10月保险资金投资比重很可能上升	12
(四) 信托—9月信托发行总规模继续回落。	13
(五) 9月非基金类账户新增开户数较8月大幅下降	14
四、市场资金需求.....	15
(一) 9月IPO和再融资规模为570亿, 继续低于均值	15
(二) 9月限售股解禁规模大幅下降.....	15
五、市场情绪指标观察.....	18
(一) 基金仓位和份额略升	18
(二) 9月新股上市首日平均溢价率12.7%.....	19
(三) 9月日均换手率环比继续下降, 持仓账户比例继续下降	19
六、市场资金流向.....	20
(一) 场内资金流向大的格局: 出消费科技, 入金融和资源类	20
(二) 分行业和个股资金流向观察: 国庆后金融, 交运, 消费受青睐.....	22
插图目录	24
表格目录	25

一、流动性的宏观观察

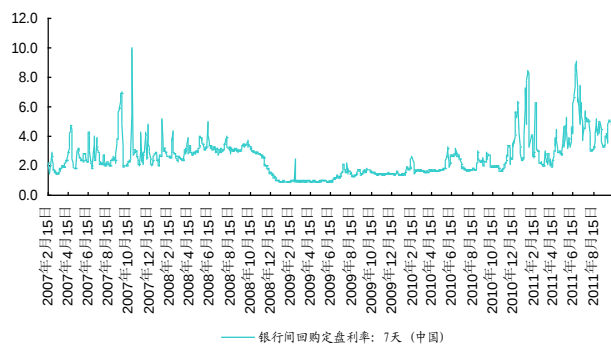
（一）流动性将继续改善，但信贷腾挪空间极度紧张

从公开市场数据来看，在利率和存准率不变的前提下，央行微调货币供给，保证总体紧缩政策平稳，适度改善市场流动性的态度是明显的：相比 3510 亿的公开市场到期规模，9 月央行公开市场的资金回笼 2450 亿，净投放 1060 亿，而 8 月份净投放为 1670 亿。10 月公开市场到期量达到 3770 亿，前半月已经发行回购量近 1600 亿，考虑到最近几个月下半月的回购量都会大幅下降，料 10 月份公开市场净投放将达到 1500 亿左右，将实现 3 个月的连续大规模净投放。

央票各期发行利率平稳。7 天银行间回购利率上升到 9 月底的 5.2 后，国庆长假后回落到 4.2，基本上重复了 7、8 月份的走势，持续的大规模净投放，保证了银行间资金回购利率的相对高位平稳，回购利率的高位平稳运行，表明市场对于未来加息预期比较小，继续紧缩的可能性已很小。

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已经创出新的历史纪录，虽然 10 月份的第一周略有上升，但目前仍然在负值区域。我们预计 10 月份流动性紧缩程度将继续改善。原因在于，当前对于中国经济在 4 季度和明年 1 季度下滑的担忧已经在市场扩散，1 年期利率互换将继续下降的趋势，而 5 年期利率难以快速下降，料将继续维持在高位徘徊，因为虽然通胀的趋势向下，但是通胀快速下降的可能性并不大。

图 1：9 月银行间 7 天回购利率重复 7、8 月份走势



数据来源：WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 2：央票利率平稳

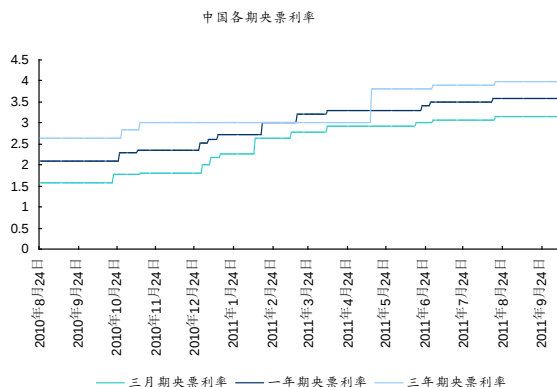
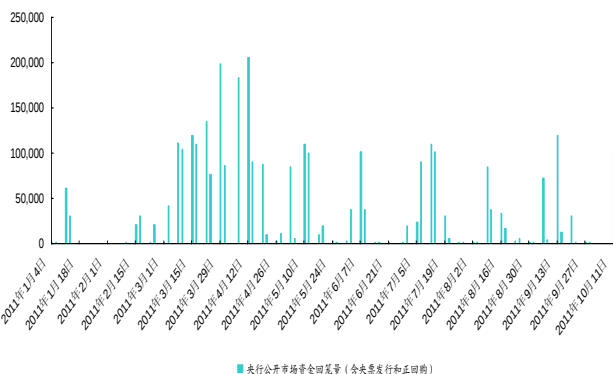


图 3：9 月央行资金回笼较 8 月上升



数据来源：CEIC；中国银河证券研究部整理

图 4：9 月和 10 月份公开市场资金到期量平稳

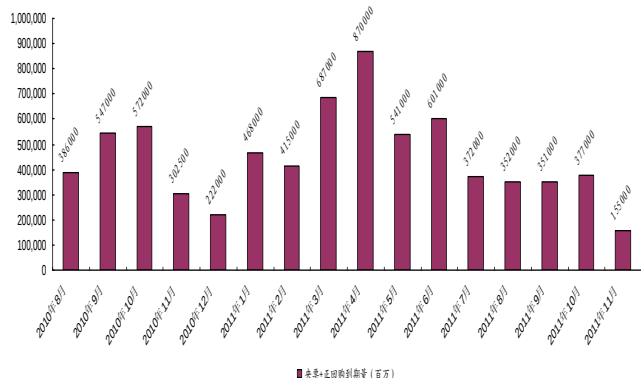
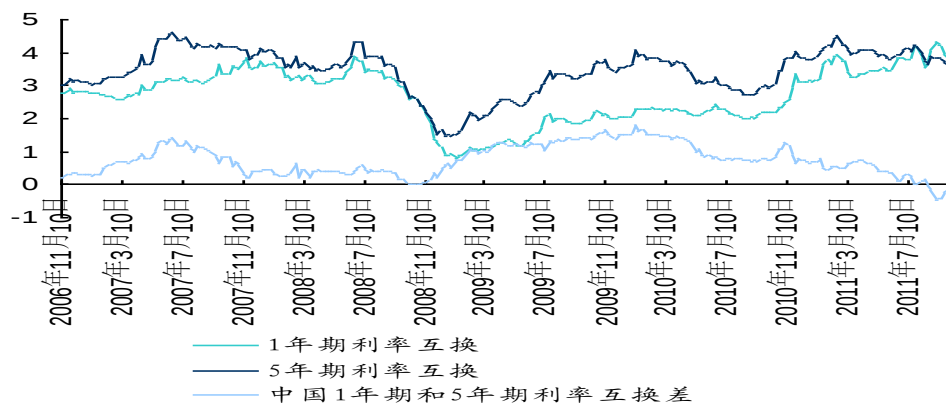


图 5：1 年期和 5 年期利率互换利差虽然略有回升，但仍在极度紧张的负区域



数据来源：CEIC；中国银河证券研究部整理

银行间转贴现平均卖出利率在 9 月底创出历史高位 12.9，而平均买入利率更是一度升达 15.4，之后又快速下降到国庆后的 10.6（卖出）和 11.2（买入），仍然属于历史高位区间。虽然说这是由于银行在信贷配额和存贷比考核压力下，内部资产和流动性的结构性调整需要，但是，如此高的转贴现利率表明银行信贷资源腾挪空间异常紧张。

以珠三角和长三角为代表，银行承兑汇票利率在 9 月底和 10 月初大幅升到历史性的高位 13.0，之后回落到 9.5。8 月企业票据融资上升到 917 亿，连续 2 个月大幅上升。而考虑到季末票据大量到期，再加上银行间转贴现利率大幅飙升，可以预期 9 月票据融资规模很可能大幅缩小。但预计短期贷款规模环比继续扩大，以弥补票据融资的缩小。

图 6: 珠三角和长三角票据贴现利率创历史新高

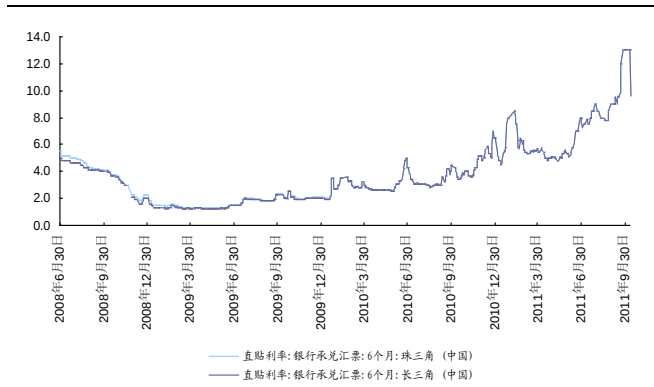
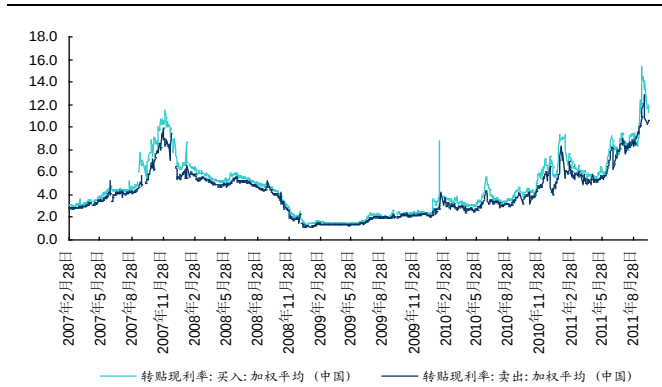


图 7: 转贴现利率创历史新高



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(二) 9月很可能是货币供给年内低点

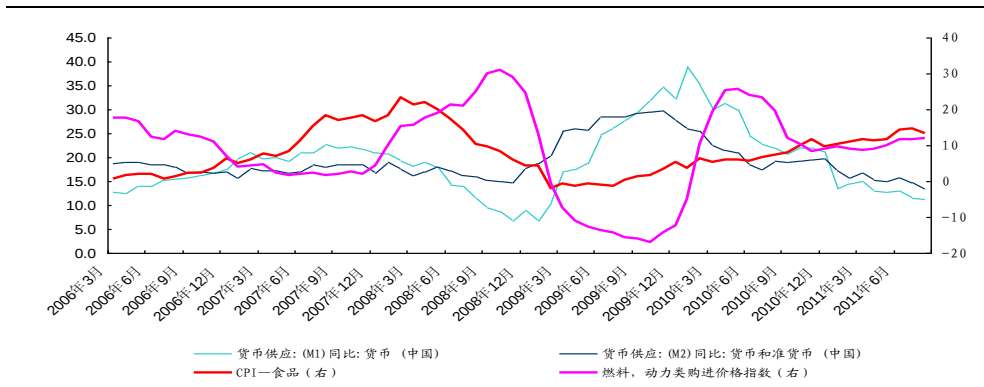
通胀虽阶段性见顶, 但难出现快速下降

通胀阶段性见顶的判断得到了市场大多数人的认可, 但是, 通胀快速下降的可能性也不大。正如我们宏观团队从年初以来强调的“前高后不低”。虽然 8 月份以后翘尾因素在迅速的回落, 但是新涨价因素却很难快速的回落, 9 月份食品价格更出现环比的上升。

通胀不会出现如 08 年那样快速的下降, 主要的原因在于, 经济增速在未来两个季度不会出现断崖式的下降。大宗商品价格预计在欧美宽松政策下料难以持续下降。虽然我们一直认为投资放缓是未来的趋势, 但是, 投资大幅放缓的可能也不大。尽管“铁公基”投资在快速的下降, 但是, 保障房, 水利水电, 输变电等投资缓和整体的下降态势, 这点反映在固定资产投资增速整体稳中有降的态势。

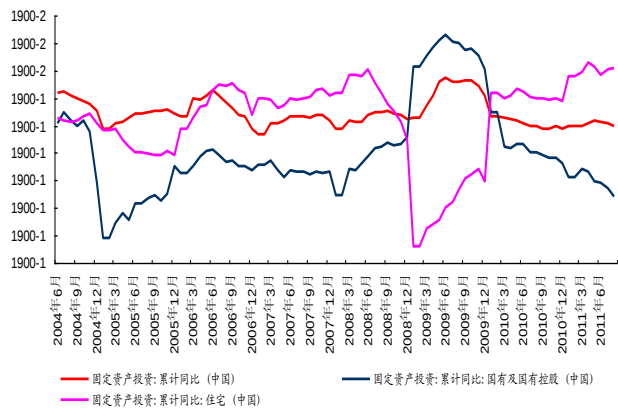
而且从工业企业库存和利润的变化趋势也可以看出: 虽然库存增速在 2 季度实现了见顶, 但是, 截至 8 月份仍未能出现下降的态势, 工业企业利润增速回归常态, 并没有出现快速下滑的趋势。尽管市场已经预计到 4 季度企业利润很可能出现明显的下降, 但是, 我们认为, 随着政府对于政策调整的展开, 利润出现负增长的可能在未来两个季度也不大。

图 8: 9月很可能是 M1 和 M2 的低谷



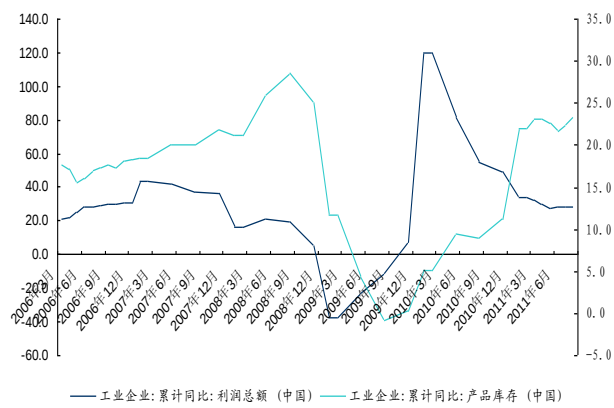
数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 9: 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 10: 工业企业库存同比仍在高位



通胀虽然快速下降的可能不大，从而货币政策整体的稳健态势短期难改变，但是，并不意味着货币同比增速供给将继续下降。

关于接下来的货币供给，我们认为，在通胀缓慢回落的同时，货币供给 M1 将拐头缓慢向上。这样的判断依据对于中国接下来政策的观察和推理。主要是基于以下 3 点。

2、9 月存款快速下降的势头已经得到遏制

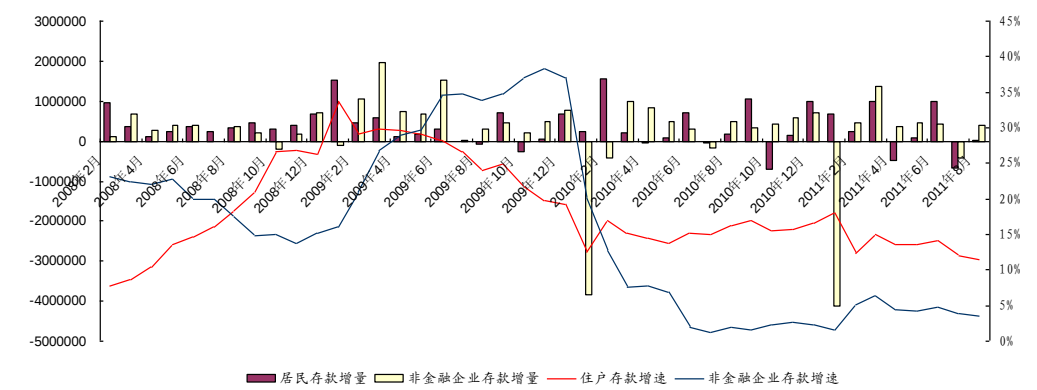
居民和企业存款增速持续下降，金融脱媒严重。流出商业银行的存款，并没有进入股市，进入楼市的热情也大幅减少。主要流向可能是民间借贷和银行理财以及信托产品。但是，9 月份以来，这样的两个流向也在改变

首先，温州民间借贷危机的爆发，警醒了全国的高利贷参与者，对于高利贷危机可能导致的资金链断裂，让那些企图坐享其成的放贷者赶忙抽贷，存进银行自保。

其次，银监会日前发布了《商业银行理财产品销售管理办法》，对商业银行借用理财产品“做文章”用以揽储进行了规范。《办法》要求，商业银行不得将存款单独作为理财产品销售，不得将理财产品与存款进行强制性搭配销售。商业银行不得将理财产品作为存款进行宣传销售，不得违反国家利率管理政策变相高息揽储。

《办法》之后，昨日该行还收到了总行下发的一份银监会的最新通知，该通知要求加强 1 个月以内的短期理财产品的信息披露，此外，还要求银行对投资标的的投资区间和品种明确，还要告知产品的募集期、起息日和清算期等。

图 11: 存款增速继续下降的趋势可能将扭转, 金融脱媒随着高利贷危机爆发而扭转



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

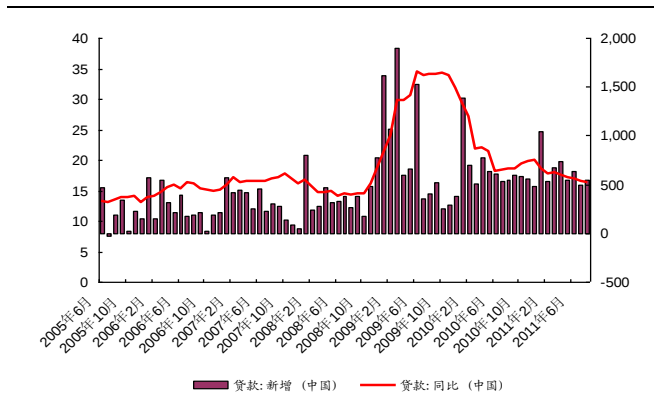
3、政策的结构性调整将展开

我们所理解的定向宽松政策,并不是信贷总量的扩张,而是信贷取向的调整。经济发展形势为定向宽松提供了可能。投资增速的放缓趋势,尤其是国有及其控股企业的投资性冲动,随着利率的上升得到遏制,更重要的是在扩大内需的转型政策下,政府主导的投资规模有明显的收缩趋势,这就意味着无论是中央还是地方,国有经济对于信贷的追求也将随之放缓,从而为中小企业的信贷倾斜带来了可能。

上次的报告中,我们已经强调了“定向宽松”的货币政策调整是确定的,而现在《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》出台宣布了政策的开启。宣布了一系列扶持小型微型企业的措施,包括税收减免和降低它们获得银行贷款的难度等。温州制造企业的破产凸现了中国经济面临的日益增长的风险。

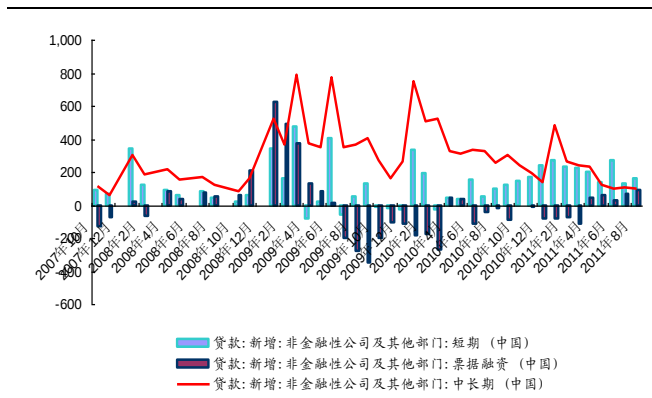
政策的变动肯定是一个系统性的调整,对于中小企业的信贷扶持政策,势必需要配套的政策措施跟进。因为中小企业信贷的问题不是银行信贷规模总量不足的问题,因此,信贷额度总量限制政策恐难取消,而较大可能的政策跟进是:下调存款准备金率,存款准备金率的下调,实际上相当于一个信贷额度的放松,这个新增的部分当主要是给中小企业;存款利率上调,贷款利率不变,中小企业信贷问题更不是银行利率高的原因,中国的商业信贷利率,无论是和美国相比,还是和巴西,俄罗斯,印度相比,都是比较低的,较高的信贷利率,即可以减少投资的冲动,也可以减少国企对于信贷配额的套利行为。更有利于中小企业的贷款增长。

图 12: 10 月新增信贷总额料将保持平稳, 但定向宽松展开



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 13: 9 月中长期信贷下降趋势未变, 短期贷款料将继续上升



4、外汇占款增速难下降

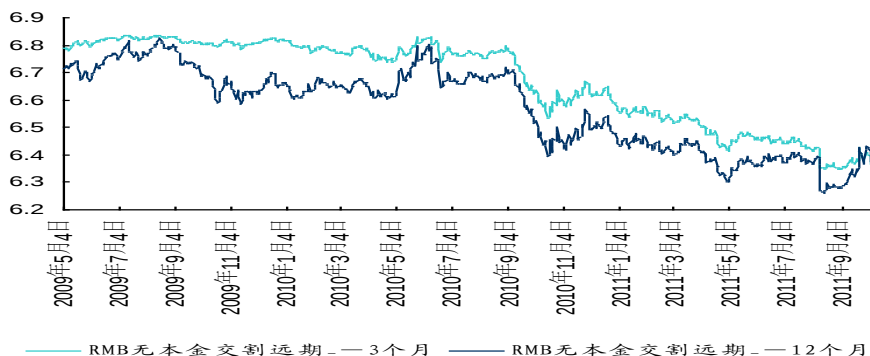
当前人民币兑美元汇率内外走势分歧很大, 国内现货市场已经升值突破 6.35, 但是 1 年期 NDF 远期合约已经从 6.25 贬值到 6.42, 海外市场对于中国经济减速和坏账上升的担忧与日俱增。9 月, 美元指数大幅反弹到近 80, 但是, 国内人民币仍然升势不止, 显然具有主动性的意味。

未来半年, 人民币升值趋势难改的理由在于, 一者, 未来通胀难以快速下降, 人民币升值抑制通胀的动力仍然存在; 二者, 美国宽松货币政策料难改变, 如果高失业率仍无改观, 伯南克领导的美联储不排除推出新的刺激政策。三者, 中国的外贸政策导向已经冲出口导向转到出口和进口并重。

8 月份外汇占款增速较 7 月略上升, 继续保持 20% 的较高增速, 其中, 贸易顺差环比大幅下降, 9 月环比继续大幅下降, 但季节性因素很强。进入 10 月后, 随着圣诞节的临近, 预计随着欧债危机的阶段性解决, 以及美国新一轮财政刺激政策的展开, 海外订单增长可期, 再加上中国进口增速的可能放缓, 贸易顺差载 4 季度出现上升的可能很大。

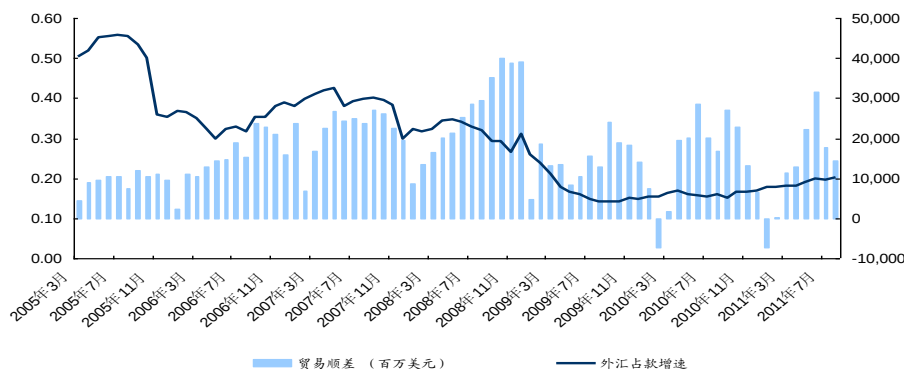
根据我们的粗略测算, 8 月份热钱流入同比环比显著的上升, 考虑到海外市场在 9 月份的动荡, 以及人民币升值的继续, 以及后续 A 股赚钱效应的显现, 热钱在 9 月份流入量可能环比下降很小。最后, 外商直接投资仍然比较稳定。总之, 外汇储备的增长仍难下降, 银行业外汇占款整体将保持继续上升的态势,

图 14:人民币兑美元汇率 NDF 短暂贬值



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 15: 9 月贸易顺差同比环比继续下降, 外汇占款增速稳中略升



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 16: 8 月热钱流入大幅上升, 预计 9 月仍可观, 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) 债市利差有缩小希望

10 年期企业债与国债利差创新高。10 年期国债收益率已经从 8 月底的高点 4.13 下降到国庆后的 3.75, 而在同期, 企业债收益率基本没有变动, 仍然保持在 3 年来的高位, 并且企业债

的发行量持续下降，基本在 3 年来的低点。

国债收益率继续大幅下降的可能性在未来两个季度是基本没有的。因为前面对于通胀和政策的判断来看，尽管投资和房价未来趋势性下降不可避免，但是，基本不存在 08 年式的快速下降的可能，再加上欧美继续宽松货币政策的，通胀的回落将是缓慢的过程。整体利率水平难以改变，并且存款利率有上调的可能。

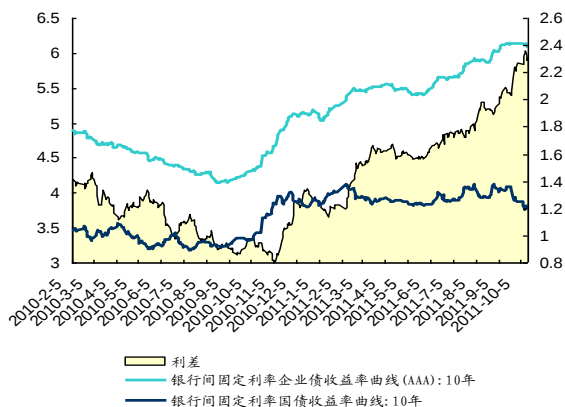
利差将会缩小的判断，也就是说我们认为企业债收益率未来下降的幅度会更大。主要是基于《国务院关于进一步促进中小企业发展的若干意见》，我们预计对于中小企业的信贷支持，必然会有配套的政策出台，尽管整体货币政策由于通胀而短期不可改变，但并不影响定向宽松政策执行，定向宽松政策要改变的不是信贷的规模，而是信贷的去向，保持较高的利率，压缩了国企的套利空间，更有利于定向宽松政策的展开。随着信贷导向的转变，中小企业融资难的问题将会得到改善，进而企业正常的运营得以继续，市场担忧将会下降，企业债或中期票据利率有下降的驱动力。

而从中期票据来看，当前评级为 A 和 AAA 的票据利差已经达到了 2008 年底时的高位水平。这主要反映两个方面：一者，基准贷款利率已经 3 个月没有变动，但是票据利差却在不断上升，市场对于企业盈利的担忧加重，尤其是对于那些评级较低的企业。当前的中小企业在目前处境困难，成本上升，融资很难，开工不足，4 季度的盈利下滑时确定的。同上面分析，随着国务院《意见》的出台，估计中期票据的利差继续扩大的势头将得到遏制。

但是不同于企业债，中期票据和短融的发行量故去 3 个月呈现上升的趋势，并且国务院的政策也鼓励继续扩大中小企业的短融和中期票据的融资。而从公开市场的投放来看，当前银行间市场资金已经相对比较宽松，这也有利于银行间债券市场利率的走低。

也就是说，一者，银行间市场资金面随着公开市场连续 3 个月的净投放后，资金面变得宽松；另一方面，《意见》的出台，对于中小企业信贷和税收的支持，有利于稳定企业经营，阻止利润的继续下滑。这都有利于稳定市场直接融资的利率。但是，通胀虽然出现阶段性的顶部，但回落料难快速下降，从而整体货币政策的松动短期难现。

图 17: 10 年期企业债与国债收益率差料将缩小



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 18: 银行间中短期票据收益率差逼近 08 年高点

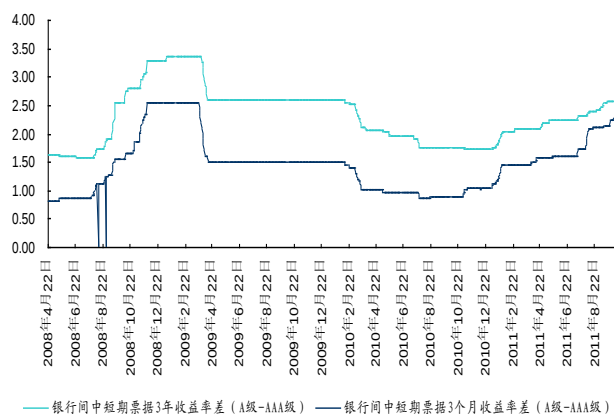
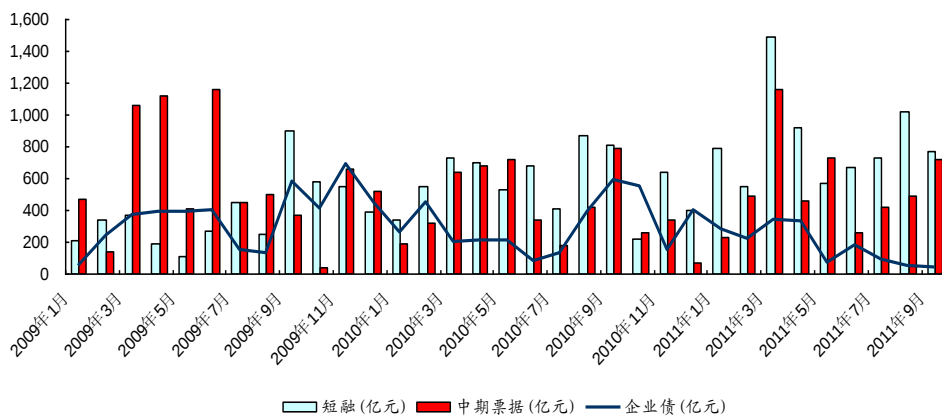


图 19: 债券发行规模: 9 月企业债继续下降; 但短融与中期票据发行放量仍可观



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

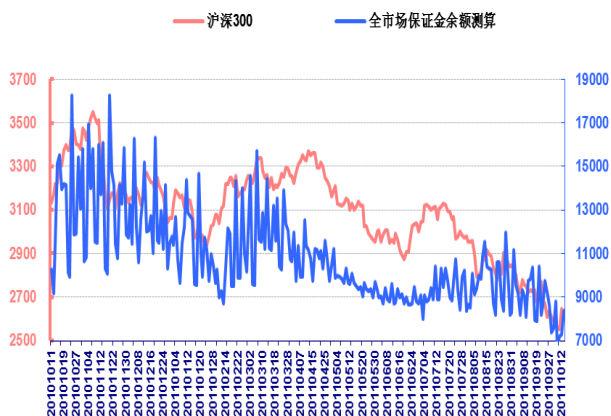
二、场内资金降到低谷，场外理财产品料达顶峰

（一）场内存量资金规模创新低

场内存量资金: 根据银河证券全市场保证金余额测算, 在市场探底后, 市场保证金余额也探出 1 年来的新低, 市场真正的反转需要增量的资金的推动, 而从保证金余额来看, 大规模的增量资金还没有入场的迹象, 但是, 可以肯定地是, 如汇金一样的先知先觉型资金已经的分批入场。

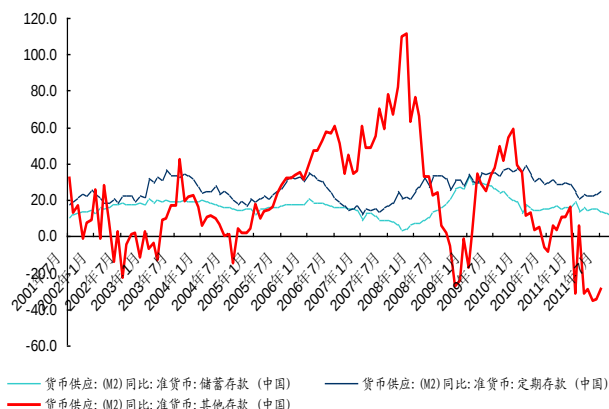
构成 M2 的“其他存款”部分在 9 月份环比继续下降, 这部分存款主要代表了居民的账户保证金的变化, 这部分资金的变化与银河证券保证金余额测算的变化趋势一致, 在不断的创新低。

图 20: 银河证券全市场保证金余额测算创新低



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 21: 9 月以“其他存款”衡量的保证金继续创新低

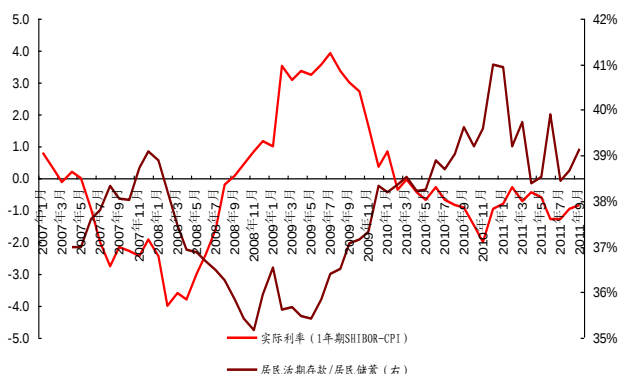


(二) 场外存量资金：9月理财产品发行创新高，但10月料难增长

场外存量资金：由于9月通胀仍高达6.1，实际利率仍然处于负值区域，居民存款活化率回升到39.2%。在场内存量资金继续下降的局面下，活化的居民资金进入股市的可能性基本没有，而是进入其他如理财产品，民间借贷等领域。但是，目前随着温州民间借贷危机的爆发，民间借贷已经是风声鹤唳。而理财产品也随着政策的明确，恐规模受限。

银监会日前发布了《商业银行理财产品销售管理办法》，对商业银行借用理财产品“做文章”用以揽储进行了规范，要求提高理财产品的透明度。而现在理财产品的主要增长点就是那些号称提供较高年化收益率（5%-8%）的产品，随着透明度的增加，这部分产品的发行对于银行来说，可操作性大大降低。

图 22：9月份负实际利率仍为负，居民存款活化率环比上升

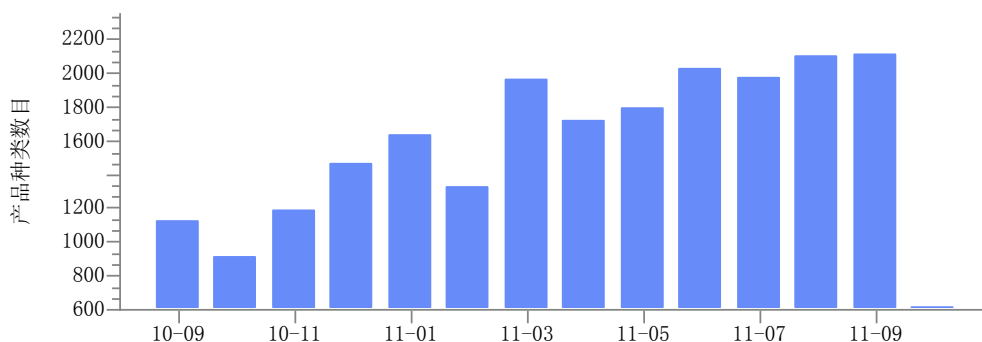


数据来源：WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 23：9月 A 股流通市值/M2 下降到 38%



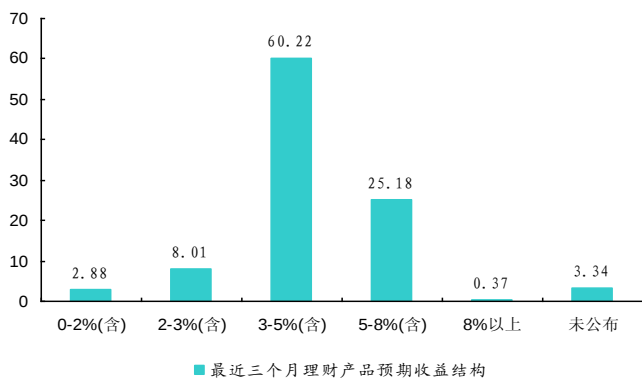
图 24：9月银行理财产品发行数量达创纪录的 2100 个



数据来源：Wind资讯

数据来源：WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 25: 近 3 个月理财产品预期收益结构: 高收益比重继续上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 26: 预期收益率为 5-8% 的理财产品近 4 个月大幅上升

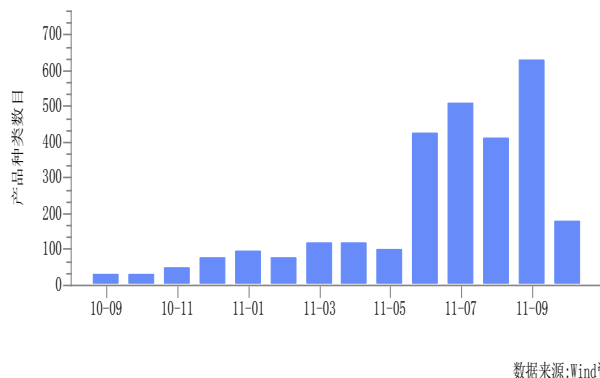
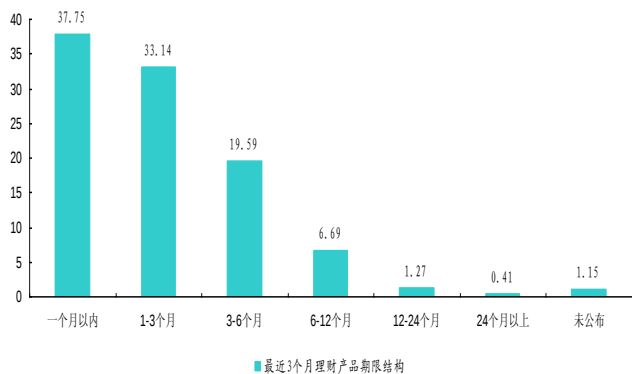
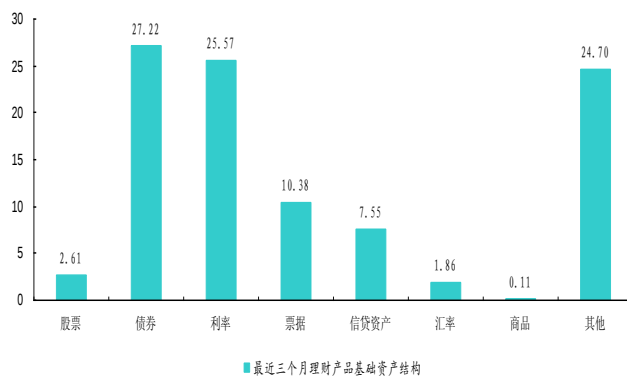


图 27: 最近 3 个月理财产品期限结构: 1-3 个月比重上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 28: 最近 3 个月理财产品基础资产结构: 股票和信贷下降

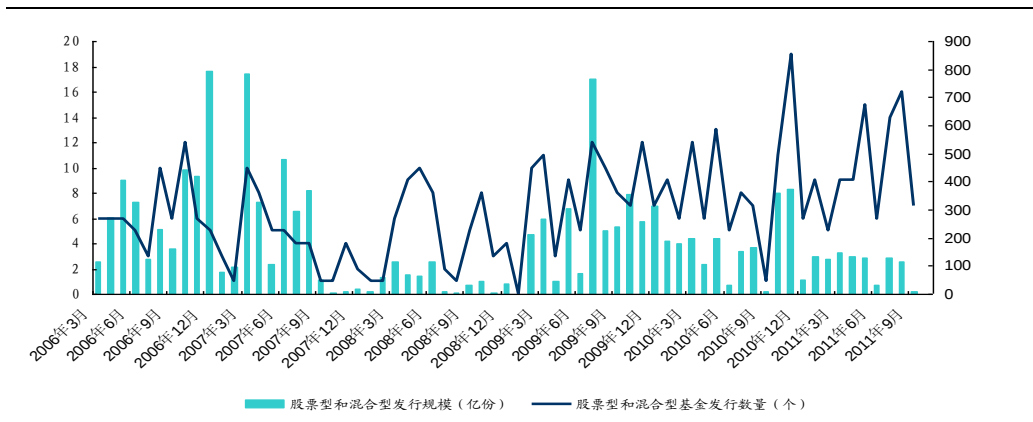


三、市场增量资金供给观察

(一) 9 月偏股型基金发行规模创地量

9 月份股票型 (7 支) 和混合型 (0 支) 基金发行份额总规模不足 10 亿 (WIND 统计), 市场的惨淡直接表现为新基金发行规模的寒碜。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, 基金的数据表现再次证明了这样的判断。

图 29: 9 月偏股票型基金发行份额规模创年内低点

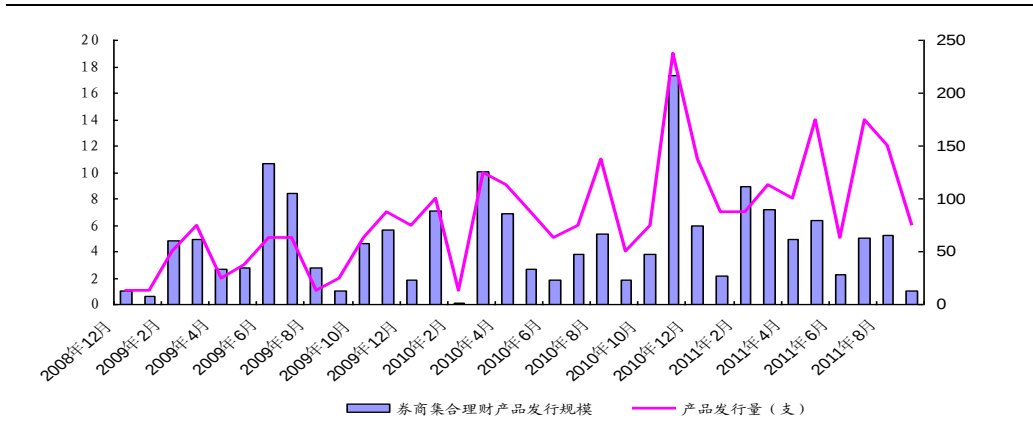


数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

(二) 9 月券商理财产品发行规模创地量

WIND 的统计数据表明, 9 月份券商理财产品中偏股型发行量只有 4 支, 也是年内低点。发行规模料不足 10 亿, 创年内地量。

图 30: 9 月券商集合理财产品偏股型发行规模创地量



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

(三) 10 月保险资金投资比重很可能上升

8 月保费收入 1015 亿, 同比下降-4.2%, 环比基本持平。去年 9 月保费收入 1225 亿, 若以最近 3 个月的平均增速估计, 今年 9 月份保费收入预计为 1080 亿。去年 10 月保费收入 1059 亿, 同样, 以最近 3 个月的平均增速估计, 今年 10 月份保费收入预计为 1020 亿。

8 月份保险资金投资占并没有延续 7 月的上升势头, 而银行存款占比略升到 28.66%, 尽管总有保险资金入市的传言, 但是, 100 亿的入市资金对于庞大的保险资金来说并不能改变趋势。当前股市和债市的低迷, 还不如将保险资金存入银行更安全。而 9 月份的股市和债市的表现仍然萎靡, 料保险在投资上的比重难上升。但是, 根据我们前面对流动性, 货币政策的分

析，以及债券市场收益率开始下降的趋势来看，10月份很可能会成为一个转折点，保险资金作为先行资金很可能已经开始有序进入。

以最近3个月人身险平均的比重64% 10月份人身险收入估计为亿652亿，以20%的比重为限，最多可以新增股票投资额130亿。

图 31: 10月保险业保费收入预估为1020亿

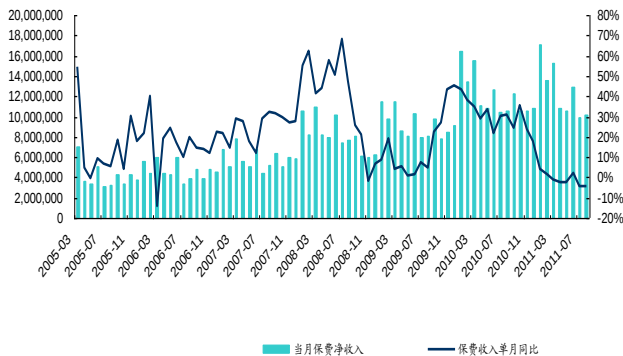
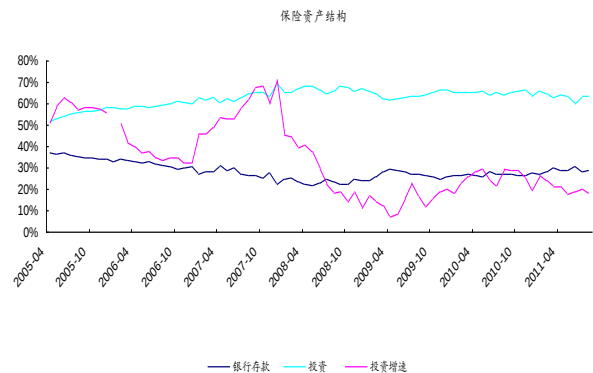
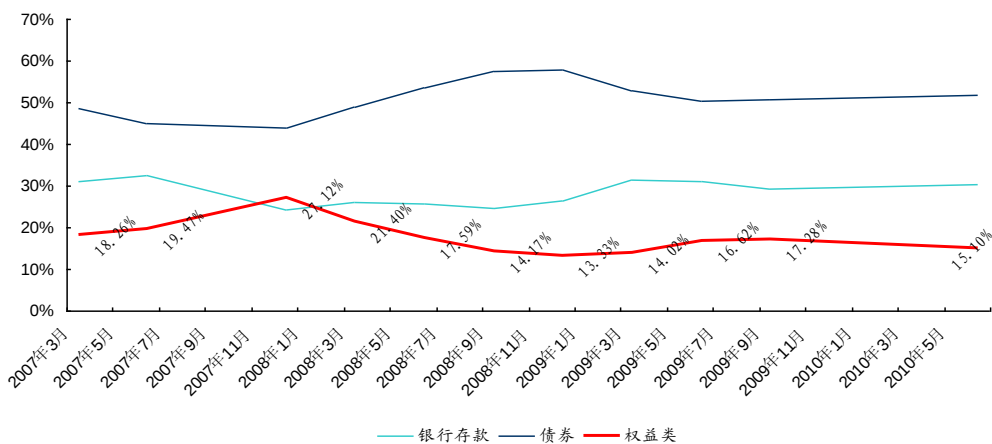


图 32: 10月保险业投资占比有望上升



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 33: 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—9月信托发行总规模继续回落。

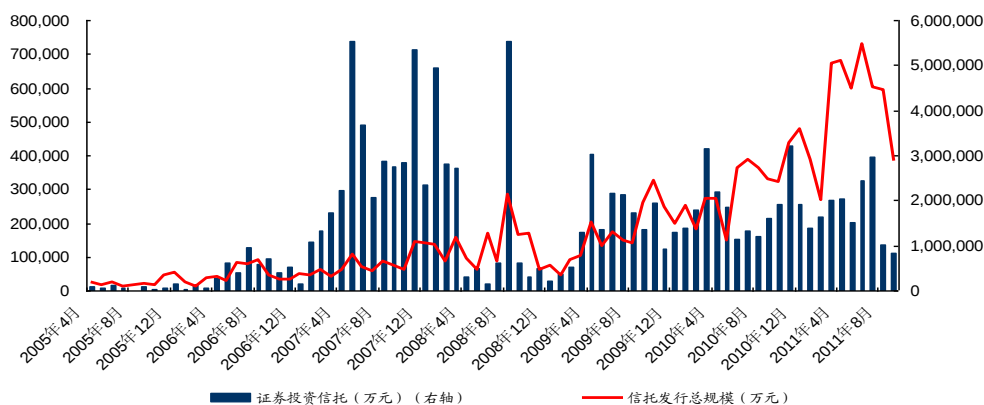
今年上半年信托发行总规模持续上升，在6月份达到548亿，创出历史天量后，发行规模持续下降，9月份预计降到不足350亿。其中证券投资信托同样继续显著下降，信托产品发行规模的收缩，也在一定程度上反映场外资金的流向正在发生变化。之前最热的房地产信托，随着银监会对于风险监管要求的提高变得停滞。

6月以来，银监会进一步加大对信托行业的监管，对房地产信托业务实施“逐一审批”，债券融资类房地产信托被暂停。尽管银监会是否调查绿城信托业务仍不明确，但9月份以来银监会进一步严查房地产信托似乎是要为全面叫停房地产信托业务埋下伏笔。

政策层目前暂停审批所有类型的涉及房地产的信托业务,其中也包括信托公司 6 月份以后普遍变通的股权类信托业务和房地产基金业务。

目前信托公司全力应对房地产信托密集兑付期风险,以防止出现问题。目前密集兑付期风险虽然只存在于个别企业,但一旦出现个案,涉及到购买信托产品的投资者的利益,将导致行业性的灾难和政策监管打击。

图 34: 9 月份信托发行总规模继续回落

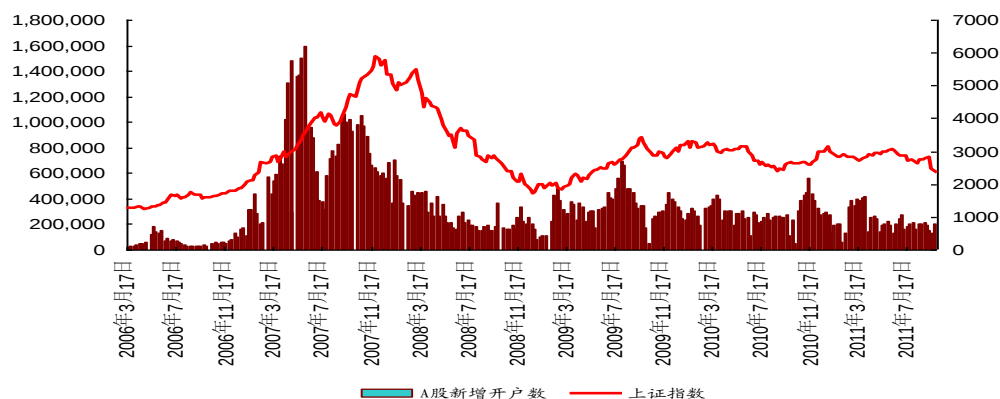


数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

(五) 9 月非基金类账户新增开户数较 8 月大幅下降

按照中登数据,进入 9 月来,全月新增开户数为 76 万户左右。8 月为 92 万户,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 9 月将新增可入市资金 450 亿左右。

图 35: 9 月 A 股新增开户数为 76 万户,新增可入市资金估计为 450 亿左右



数据来源: WIND ,CEIC; 中国银河证券研究部整理

四、市场资金需求

(一) 9 月 IPO 和再融资规模为 570 亿，继续低于均值

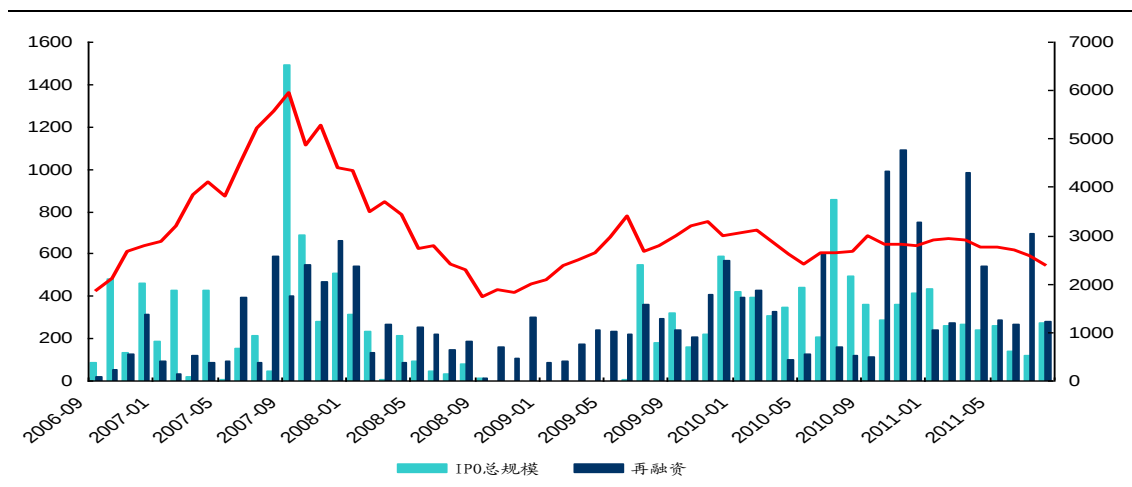
根据 2009 年 9 月份以来的融资统计数据，2011 年 9 月融资规模继续低于 2 年来的均值。9 月有 21 家 IPO, 13 家再融资，合计融资 570 亿。考虑到中国水电的上市，10 月份融资规模预计可以超过 200 亿，但整体仍将可能继续下降。

表 1: 9 月 IPO 与再融资规模继续低于均值

	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
2009.9-2011.9 月度均值	340	26.8	430	16	770
2011 年 8 月	276	23	376	15	653
2011 年 9 月	289	21	280	13	570
2011 年 10 月 (截至 18 日)	160	12	0.8	1	161

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 36: 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) 9 月限售股解禁规模大幅下降

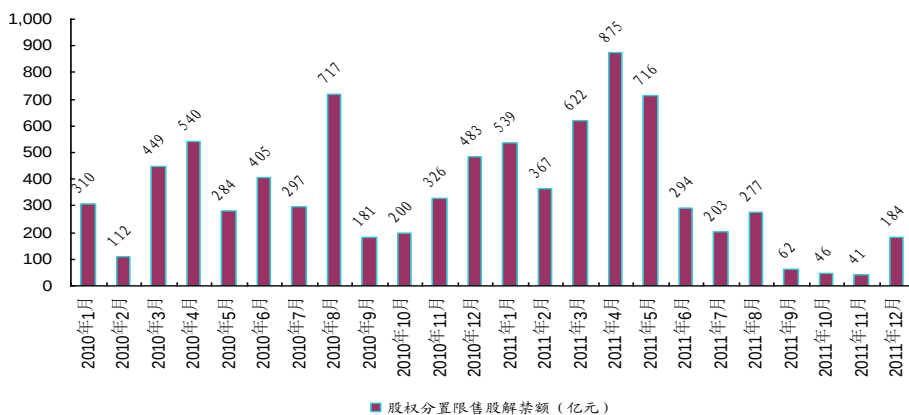
1、9 月股权分置限售股解禁规模 62 亿，而减持规模预估为 5.5 亿

根据 WIND 的不完全统计数据，9 月股权分置限售股解禁规模大幅下降到 62 亿元，而 10 月更可能是今年的地量解禁，只有 45 亿元。

对于 10 月的股权分置限售股可能减持量，我们的减持估测方法，采用的是中证登的数据，在过去的一年中（2010 年 9 月到 2011 年 9 月）平均的月度解禁规模为：大非 47 亿股，小非

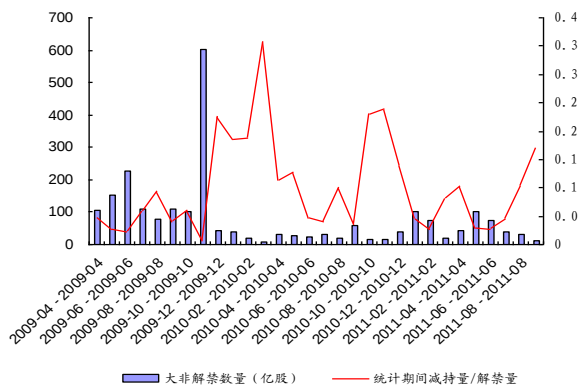
3.7 亿股，则根据大小非的累计减持比例，截至 8 月，大非累计减持比例为 6.22%，小非累计减持比例为 42.6%，综合减持比例为 $6.22\% \times (47/51.7) + 42.6\% \times (3.7/51.7) = 8.7\%$ 。则 10 月股权分置限售股减持规模预计为 $45 \times 8.7\% = 4$ 亿。

图 37：9 月股改限售股解禁规模大幅下降到 62 亿元，10 月更是今年的低点 45 亿元



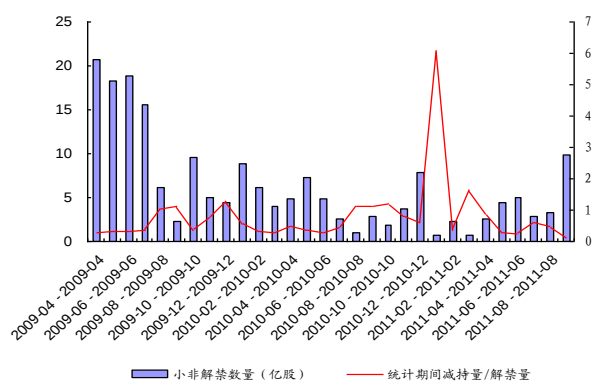
数据来源：WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 38：大非解禁数量



数据来源：WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

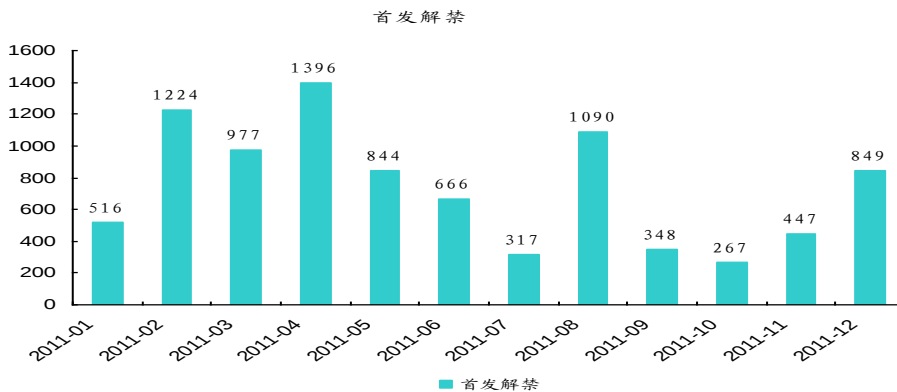
图 39：小非解禁数量



2、9 月首发原始股东和机构配售解禁规模为 348 亿，减持预计为 30 亿

9 月首发解禁量下降为 348 亿元，10 月为 267 亿元，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 9 月为 30 亿左右，10 月为 23 亿元左右。

图 40: 9 月首发解禁规模为 348 亿元, 减持量估计为 30 亿

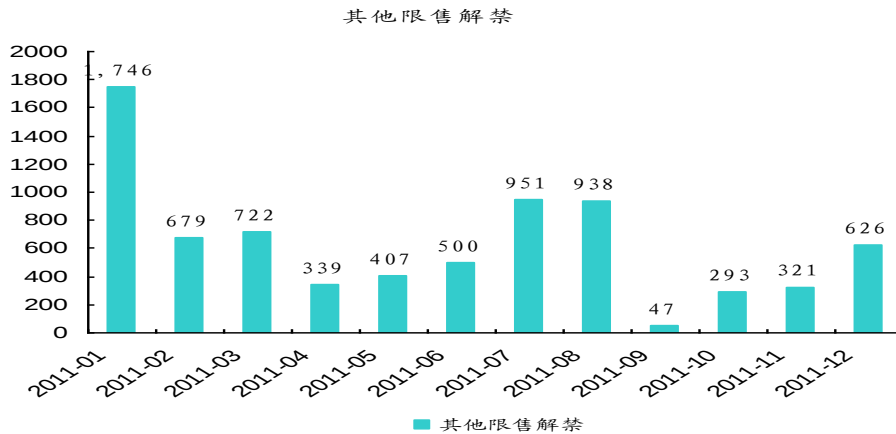


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

3、9 月其他限售股解禁规模为 47 亿, 减持量预估为 4 亿

9 月包括增发和配股等其他限售股解禁规模骤降到 47 亿, 10 月为 293 亿, 按照前述规则, 9 月减持量估计为 4 亿, 而 10 月减持量估计为 27 亿左右。

图 41: 9 月增发和配股等其他限售股解禁量为 47 亿, 减持预计为 4 亿



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

总体来看, 9 月市场增量资金供需仍然从紧, 需求显著大于供给, 主要还是 IPO 和再融资的规模仍然很大。我们假设市场新增资金 50% 为可能的进场资金。而就 10 月来看, 供需增量的格局仍然难以改变。

表 2: 9 月市场增量资金供求估计: 仍然供不应求

市场增量资金 (亿元)		市场资金需求 (亿元)	
新基金发行	10	融资需求	570
券商集合理财	10	股改限售股减持	5.5
保险	130	首发限售股减持	30

证券投资信托	12	增发配股限售股减持	4
非基金类账户	450		
合计	612*50%=306	合计	610

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

五、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

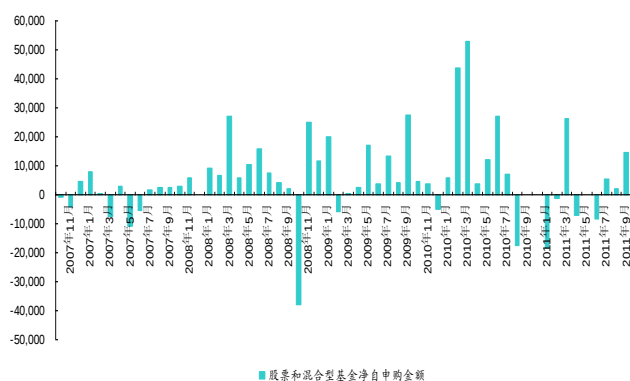
(一) 基金仓位和份额略升

图 42: 基金整体仓位下降到 78.36



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 44: 股票型和混合型基金自申购净金额



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 43: 股票型基金仓位略上升到 83.45

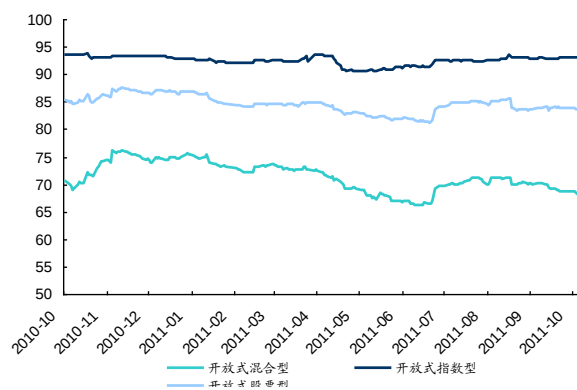
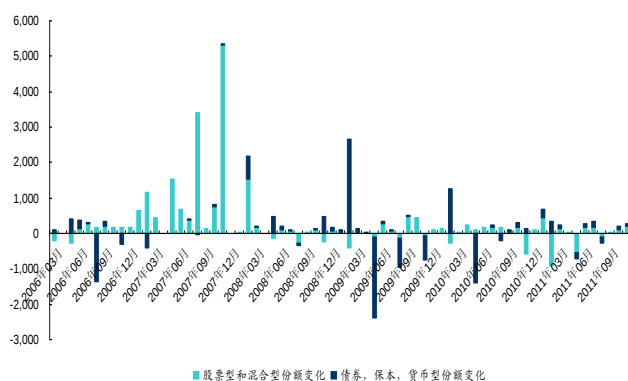
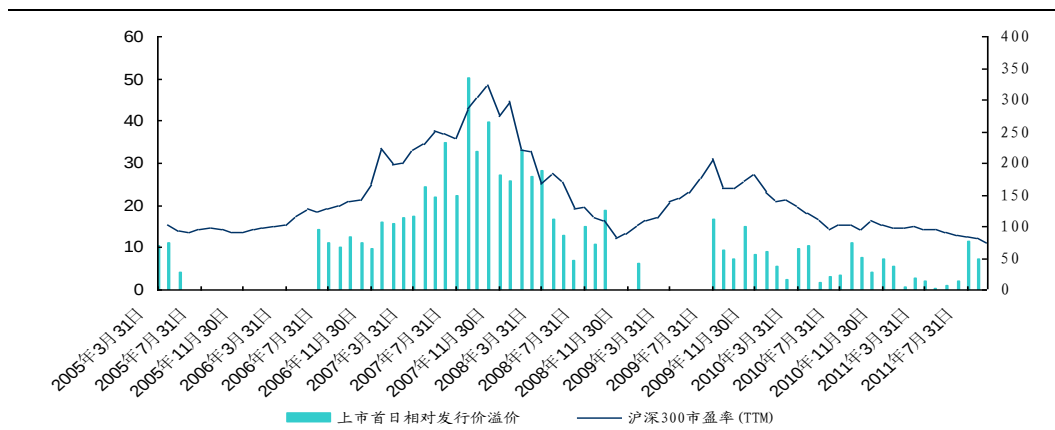


图 45: 9月偏股型基金份额环比上升



(二) 9月新股上市首日平均溢价率 12.7%

图 46: 9月新股上市首日相对发行价溢价率达 12.7%

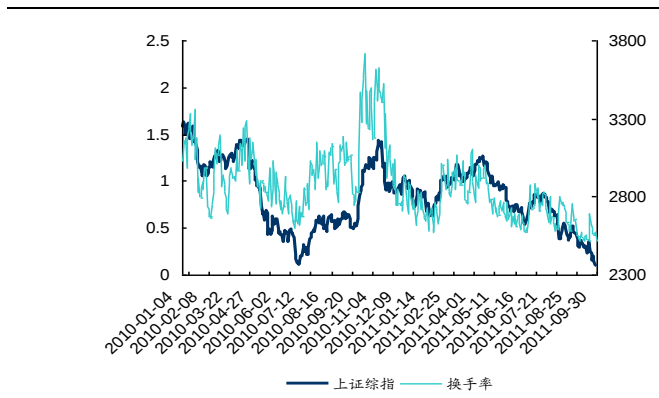


数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

(三) 9月日均换手率环比继续下降, 持仓账户比例继续下降

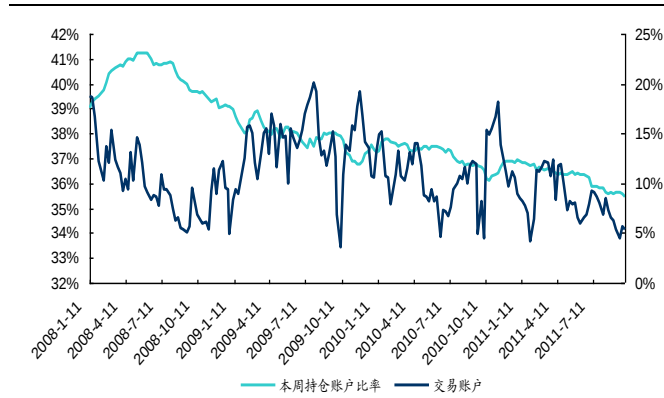
交易账户占比仍在 08 年以来的低部略升。持仓账户较上月继续下降, 在空头的强力打压下, 市场仍然缺乏做多的动力。而同时, 对于那些已经亏损严重的账户来说, 此时割肉的动力也不大。

图 47: 9月日均换手率继续下降到 0.43



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 48: 9月持仓账户比例继续下降, 交易账户比例降略反弹



六、市场资金流向

(一) 场内资金流向大的格局：出消费科技，入金融和资源类

根据 WIND 的资金流向统计，9 月 A 股整体资金净流出环比扩大；中小板净流出环比也在扩大。

图 49: WIND 资金流向：9 月 A 股资金净流出环比扩大

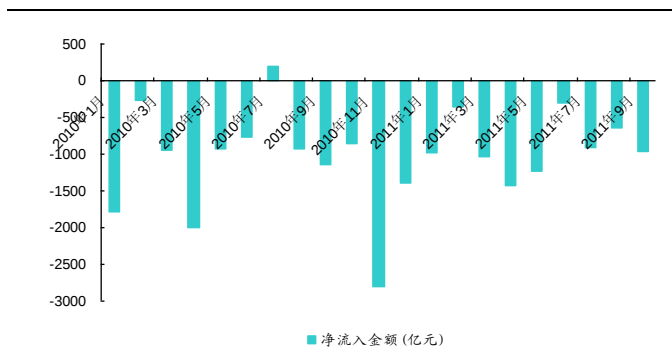
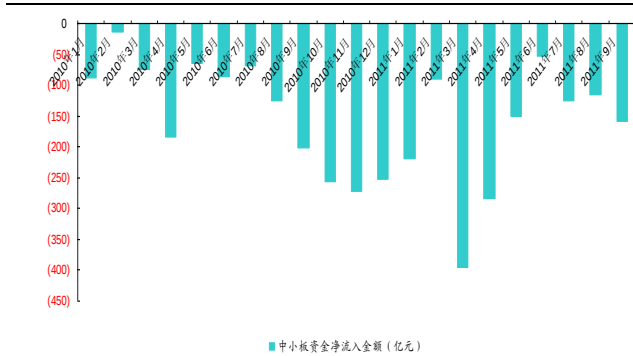


图 50: WIND 资金流向：9 月中小板资金净流出环比扩大



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，当前震荡探底的特征是：在场内存量资金仍然处于底部，增量资金也非常有限的条件下，中高市盈率的中小板比重小幅下降，而低市盈率的沪深 300，尤其是金融股比重出现明显的上升，在价格下降到 2 年来的低点后，历史性的低估值的金融股已经充分反映了对于未来的担忧。而正如我们在前面的分析，当前已经处于一个较明确的政策调整时间点，通胀和增长的担忧都会得到阶段性的缓解，因此沪深 300 为代表的大盘股逐渐受到资金的关注。

最近 1 个月内，从具体大类行业来看，

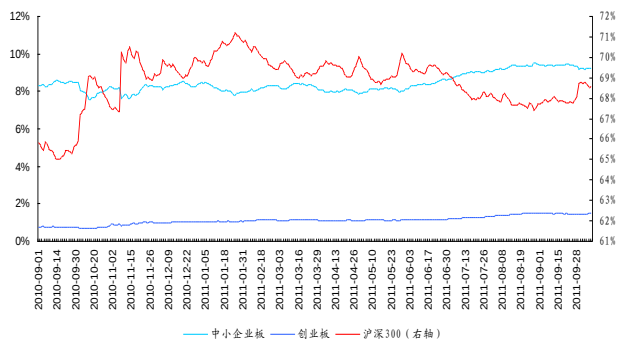
流通市值比重上升的行业：金融地产；资源能源

流通市值比重下降的行业：消费；科技；原材料

流通市值比重基本不变的行业：交通运输；设备制造

从大类行业流通市值比重来看，金融地产和资源能源比重的上升，往往是市场反弹开始的特征，但持续幅度仍然要靠后续增量资金的推动。而就目前的场内外资金来看，短期内还没有看到能够推动大幅反弹的可能。尽管随着国务院对于中小企业扶持政策的出台，我们认为整体货币政策基调虽然由于通胀的缓慢下行而不会短期内变化，但是，货币政策的导向，也就是定向宽松的展开已经是明确的，而且积极的财政政策仍将继续，包括对于中小企业的税收优惠；对于新兴产业的扶持；对于民生领域，保障房，水利，医疗教育的支出规模可观。现在更多的是要等待欧美市场政策的明确，确保内外增长信心的全面增强。

图 51: 沪深 300 成为资金的流向所在



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 52: 资金从中高市盈率流向低市盈率

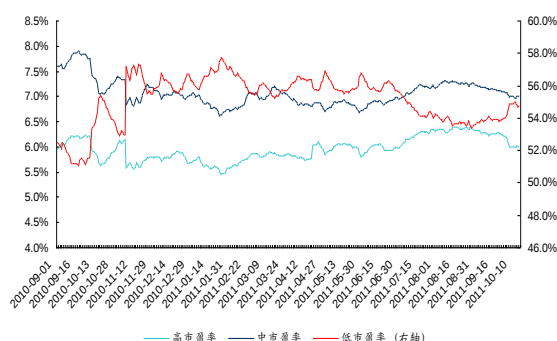
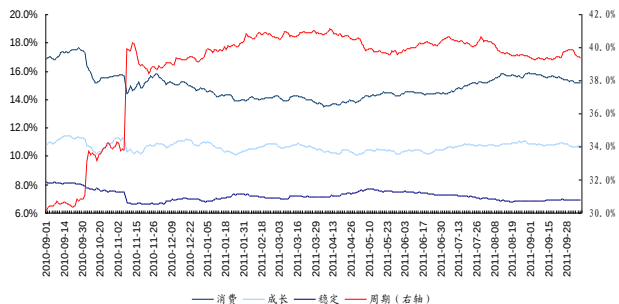


图 53: 按风格资金流向



数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

图 54: 资金流向金融类

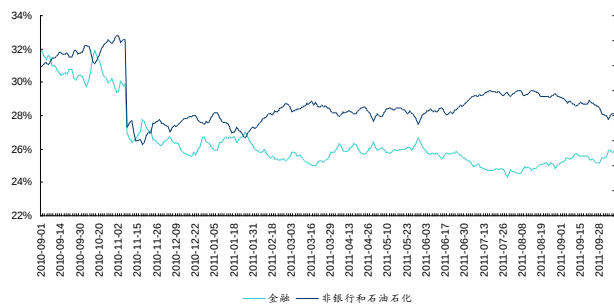


图 55: 按大类行业: 资金流向金融地产和资源能源

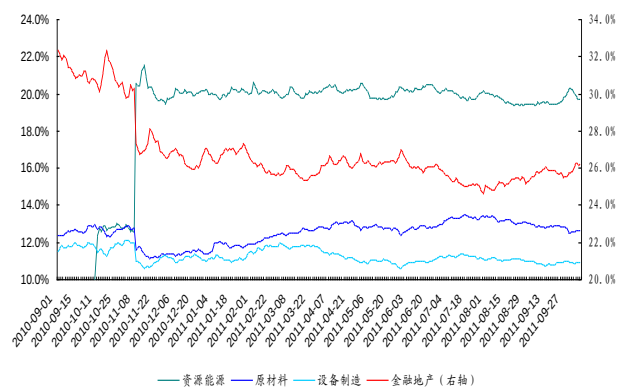
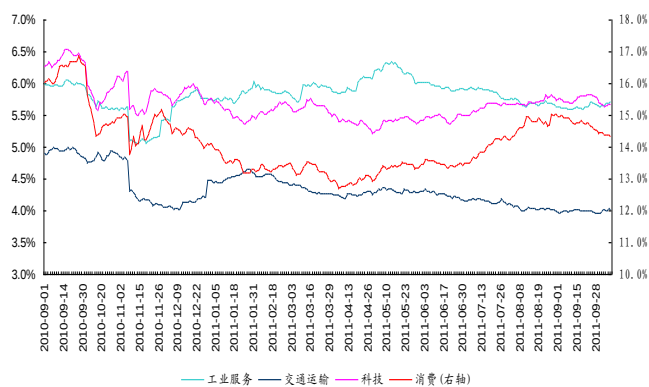


图 56: 按大类行业分: 资金流出消费和科技



(二)分行业和个股资金流向观察：国庆后金融，交运，消费受青睐

表 3：分行业资金流向（国庆后一周）

行业	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)
保险	52,938.52	612,692.63	8.64
银行	145,551.98	2,217,965.59	6.56
餐饮	1,634.89	25,922.32	6.31
航空运输	12,888.83	223,323.90	5.77
石油开采	4,160.48	81,963.75	5.08
铁路运输	9,056.62	181,621.05	4.99
机场	2,153.52	44,155.80	4.88
通信运营	8,862.28	194,025.96	4.57
园区开发	5,739.81	127,053.11	4.52
渔业	4,985.87	116,344.33	4.29
零售	44,821.56	1,158,140.33	3.87
采掘服务	16,286.08	421,767.65	3.86
航运	6,284.39	173,022.65	3.63
证券	109,858.64	3,146,973.31	3.49
医疗服务	1,477.83	44,465.80	3.32
计算机设备	-8,945.63	373,566.25	-2.39
化工新材料	-21,838.22	743,167.63	-2.94
汽车零部件	-20,437.32	682,295.02	-3
其他采掘	-2,690.97	83,700.31	-3.22
其他电子	-12,054.44	353,518.08	-3.41
物流	-4,442.24	106,104.94	-4.19
通信设备	-28,860.05	685,274.25	-4.21
网络服务	-20,535.85	423,866.56	-4.84
农业综合	-4,650.57	73,764.13	-6.3
动物保健	-5,328.67	78,583.48	-6.78
仪器仪表	-7,207.62	100,437.02	-7.18
煤炭开采	-204,247.40	2,835,611.44	-7.2
公交	-8,196.11	88,598.27	-9.25

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（国庆后一周）

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(%)
002357.SZ	富临运业	15.19	1,592.84	5,765.84	27.63
600716.SH	凤凰股份	14.58	2,480.65	10,498.40	23.63
600159.SH	大龙地产	10	2,039.41	8,745.80	23.32
600099.SH	林海股份	8.6	812.4	3,534.55	22.98
002403.SZ	爱仕达	5.17	1,230.45	5,777.37	21.3
600206.SH	有研硅股	6.8	2,250.21	11,426.65	19.69

600208.SH	新湖中宝	6.04	5,029.71	26,172.52	19.22
600712.SH	南宁百货	16.05	14,157.42	74,268.49	19.06
601877.SH	正泰电器	8.47	1,932.36	10,524.79	18.36
601299.SH	中国北车	10.34	22,884.54	126,346.72	18.11
600871.SH	S仪化	4.23	811.39	4,539.78	17.87
601766.SH	中国南车	12.39	29,380.09	165,155.32	17.79
600175.SH	美都控股	12.46	2,528.79	14,252.90	17.74
000639.SZ	西王食品	5.6	331.91	2,022.19	16.41
002094.SZ	青岛金王	4.69	2,296.41	14,210.10	16.16
600603.SH	ST兴业	8.67	1,271.00	8,029.21	15.83
601628.SH	中国人寿	7.5	14,493.32	92,027.20	15.75
600621.SH	上海金陵	4.79	1,142.14	7,368.72	15.5
601186.SH	中国铁建	6.29	7,542.29	50,299.32	14.99
002015.SZ	霞客环保	9.61	1,100.39	7,524.78	14.62

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 (国庆后一周)

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(%)
600834.SH	申通地铁	-2.25	-5,671.66	19,201.05	-29.54
600061.SH	中纺投资	-3.63	-3,365.56	13,242.03	-25.42
002415.SZ	海康威视	7.95	-7,588.35	30,474.45	-24.9
600410.SH	华胜天成	-4.94	-8,499.95	34,403.62	-24.71
600299.SH	ST新材	-6	-14,906.67	61,361.02	-24.29
600757.SH	ST源发	-6.67	-6,819.06	28,113.64	-24.26
002526.SZ	山东矿机	-10.26	-7,014.40	29,126.49	-24.08
600187.SH	国中水务	-8.13	-8,968.94	39,999.88	-22.42
300099.SZ	尤洛卡	-3.9	-1,260.76	5,634.00	-22.38
600327.SH	大东方	1.35	-3,990.13	18,357.42	-21.74
002085.SZ	万丰奥威	-1.34	-3,137.56	14,623.74	-21.46
000581.SZ	威孚高科	-9.36	-10,497.80	50,998.49	-20.58
000611.SZ	时代科技	-19.69	-21,820.79	112,994.18	-19.31
600439.SH	瑞贝卡	-1.66	-4,618.63	23,984.06	-19.26
002564.SZ	张化机	-10.06	-8,157.45	42,499.74	-19.19
600529.SH	山东药玻	2.63	-2,532.44	13,519.77	-18.73
002409.SZ	雅克科技	4.13	-290.12	1,557.00	-18.63
600848.SH	自仪股份	-1.86	-1,438.69	7,794.44	-18.46
000933.SZ	神火股份	-4.46	-14,114.87	77,480.84	-18.22
000937.SZ	冀中能源	-8.26	-26,264.79	145,770.48	-18.02

数据来源: WIND, CEIC; 中国银河证券研究部整理

插图目录

图 1: 9 月银行间 7 天回购利率重复 7, 8 月份走势	1
图 2: 央票利率平稳	1
图 3: 9 月央行资金回笼较 8 月上升	2
图 4: 9 月和 10 月份公开市场资金到期量平稳	2
图 5: 1 年期和 5 年期利率互换利差虽然略有回升, 但仍在极度紧张的负区域	2
图 6: 珠三角和长三角票据贴现利率创历史新高	3
图 7: 转贴现利率创历史新高	3
图 8: 9 月很可能是 M1 和 M2 的低谷	3
图 9: 固定资产投资增速稳中有降	4
图 10: 工业企业库存同比仍在高位	4
图 11: 存款增速继续下降的趋势可能将扭转, 金融脱媒随着高利贷危机爆发而扭转	5
图 12: 10 月新增信贷总额料将保持平稳, 但定向宽松展开	6
图 13: 9 月中长期信贷下降趋势未变, 短期贷款料将继续上升	6
图 14: 人民币兑美元汇率 NDF 短暂贬值	7
图 15: 9 月贸易顺差同比环比继续下降, 外汇占款增速稳中略升	7
图 16: 8 月热钱流入大幅上升, 预计 9 月仍可观, 粗略测算 (外汇占款-贸易顺差-外商直接投资)	7
图 17: 10 年期企业债与国债收益率差料将缩小	8
图 18: 银行间中短期票据收益率差逼近 08 年高点	8
图 19: 债券发行规模: 9 月企业债继续下降; 但短融与中期票据发行放量仍可观	9
图 20: 银河证券全市场保证金余额测算创新低	9
图 21: 9 月以“其他存款”衡量的保证金继续创新低	9
图 22: 9 月份负实际利率仍为负, 居民存款活化率环比上升	10
图 23: 9 月 A 股流通市值/M2 下降到 38%	10
图 24: 9 月银行理财产品发行数量达创纪录的 2100 个	10
图 25: 近 3 个月理财产品预期收益结构: 高收益比重继续上升	11
图 26: 预期收益率为 5-8% 的理财产品近 4 个月大幅上升	11
图 27: 最近 3 个月理财产品期限结构: 1-3 个月比重上升	11
图 28: 最近 3 个月理财产品基础资产结构: 股票和信贷下降	11
图 29: 9 月偏股票型基金发行份额规模创年内低点	12
图 30: 9 月券商集合理财产品偏股型发行规模创地量	12
图 31: 10 月保险业保费收入预估为 1020 亿	13
图 32: 10 月保险业投资占比有望上升	13
图 33: 保险业资金运用历史比例	13
图 34: 9 月份信托发行总规模继续回落	14
图 35: 9 月 A 股新增开户数为 76 万户, 新增可入市资金估计为 450 亿左右	14
图 36: 首发募集, 再融资总额统计	15
图 37: 9 月股改限售股解禁规模大幅下降到 62 亿元, 10 月更是今年的低点 45 亿元	16
图 38: 大非解禁数量	16
图 39: 小非解禁数量	16

图 40: 9 月首发解禁规模为 348 亿元, 减持量估计为 30 亿	17
图 41: 9 月增发和配股等其他限售股解禁量为 47 亿, 减持预计为 4 亿.....	17
图 42: 基金整体仓位下降到 78.36	18
图 43: 股票型基金仓位略上升到 83.45	18
图 44: 股票型和混合型基金自申购净金额.....	18
图 45: 9 月偏股型基金份额环比上升	18
图 46: 9 月新股上市首日相对发行价溢价率达 12.7%.....	19
图 47: 9 月日均换手率继续下降到 0.43.....	19
图 48: 9 月持仓账户比例继续下降, 交易账户比例降略反弹.....	19
图 49: WIND 资金流向: 9 月 A 股资金净流出环比扩大.....	20
图 50: WIND 资金流向: 9 月中小板资金净流出环比扩大.....	20
图 51: 沪深 300 成为资金的流向所在.....	21
图 52: 资金从中高市盈率流向低市盈率.....	21
图 53: 按风格资金流向.....	21
图 54: 资金流向金融类.....	21
图 55: 按大类行业: 资金流向金融地产和资源能源.....	21
图 56: 按大类行业分: 资金流出消费和科技.....	21

表格目录

表 1: 9 月 IPO 与再融资规模继续低于均值	15
表 2: 9 月市场增量资金供求估测: 仍然供不应求	17
表 3: 分行业资金流向 (国庆后一周)	22
表 4: 资金流入率最高的个股 (国庆后一周)	22
表 5: 资金净流出率最高的个股 (国庆后一周)	23

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，李亚明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到任何形式的补偿。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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn