

流动性维稳，避险情绪出现反转

投资要点：

从全球资金流动性看，发达国家宽松的货币政策与极低的资金成本将在短中期持续维持，短期内欧债危机有所缓解造成的避险情绪降温对 A 股产生一定推动力，股票市场的资金净流出情况在逐步缓解，新兴市场股市资金面逐步改善，中国股市甚至取得净流入。前瞻性的看，我们需要关注 10 月 23 日欧元区峰会于 11 月 3 日的 G20 峰会的结果：如果会议推出了令市场满意或符合预期的缓解希腊问题或欧元区银行业问题的方案，那么避险情绪将继续回落，A 股有持续反弹的机会；如若会议结果令市场大失所望，使得市场避险情绪再次回升，那么 A 股 10 月以来的反弹可能面临一定阻力。整体看四季度，由于欧元区周边国家债务到期量将明显下降，再融资压力的缓和或将使得欧债危机不会在四季度全面爆发，避险情绪将维持在温和的水平，A 股受外围环境拖累的可能性不大。

从国内宏观流动性及风险偏好来看，通胀出现拐点逐步下行是大概率事件，货币增速已经处在历史的正常水平，加之三季度 GDP 增速低于市场预期，央行将维持稳健货币政策，可能通过公开市场操作对市场流动性进行微调，维持银行间流动性的稳定。央行维持两个半月的公开市场净投放放在 10 月的第二周结束，通过发行央票与正回购，央行回笼资金大幅放量，10 月 14 日与 21 日公开市场资金小幅净回笼。节后的收紧流动性一般是比较普遍的状况：由于节假日，央行在国庆期间未发央票与进行正回购操作，再加之前两个月的持续资金净投放，市场流动性充裕，而近两周央票到期量较大，资金回笼放量可能主要出于平滑目的，而持续收紧流动性的可能性不大。

目前从流量资金来看，基金发行仍处在冰点，在中国水电 IPO 完成之后，中交股份、新华保险、陕西煤电等超级大盘股的 IPO 依然会使得市场资金需求较大，A 股资金面依然紧张；而从存量资金来看，基金仓位处于绝对高位且开始下行。在存量资金处于绝对高位，新增流量资金不足的情况下，A 股依然面临下行风险。但近来频频出台的利好政策，从增持中石油，到汇金增持四大国有银行到“国九条”支持小微企业渡过信贷难关等等可以看出官方对金融市场的扶持态度，积极信号逐渐显现。近期受汇金增持四大行股票影响低估值银行金融股能够吸引资金流入，表现良好；原材料与资本品受房地产、铁路等投资减速的负面影响依然是资金流出最大的板块。

从市场情绪和交易者行为来看，市场情绪在 8 月降至冰点后近期有所反弹，主要体现为成交额占比小幅上升，新增开户数逐步上升，融资融券活动增加等。另外高管与公司性净减持状况均明显改善，高管甚至在 10 月上旬取得净增持，较了解公司运营状况的高管对后市的乐观态度意味着股市可能有反弹机会。

宏源证券策略组：

策略研究

杨昕

电话：010-88085901

Email: yangxin@hysec.com

首席策略分析师

郦彬 (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：发达国家短中期资金成本将维持在低位	5
2. 资金风险偏好：欧债危机或将缓和，市场避险情绪出现拐点	6
3. 全球资金流向结构：股市资金净流出情况好转，中国股市取得资金净流入	8
4. 小结：全球避险情绪回落使得股市资金面好转，提供 A 股反弹动力	9
二、国内宏观流动性及风险偏好	10
1. 货币数量投放：货币增速持续走低，公开市场净投放节后收紧，货币政策仍将维持稳健	10
2. 市场资金价格：短期资金价格维持低位，人民币升值幅度受美元走高影响放缓	11
3. 资金风险偏好：风险溢价仍处高位，市场依然存在担忧	12
4. 小结：通胀趋势下行货币增速趋于正常，货币政策维持稳健	12
三、A 股市场内部资金流动性	13
1. A 股内部资金流量分析：A 股内部资金供给降至冰点，融资需求仍将持续高位	13
2. A 股内部资金存量分析：基金仓位在绝对高位开始下滑	15
3. 市场资金流向结构：低估值的银行金融板块增加资产配置的吸引力，原材料、资本品依然受投资减速负面影响	15
4. 小结：A 股内部资金面依然紧张，但政府利好政策频频出台显露积极信号。	17
四、A 股市场情绪	18
1. 交易者参与情绪和新股表现：投资者情绪在 10 月初 A 股反弹的背景下有所好转	18
2. 上市公司及高管市场行为：重要股东减持潮基本消散，10 月上旬高管取得净增持	18
3. 行业估值和市场板块估值：周期性与防御性板块估值依然处于历史低位，中小板相对大盘股或将有良好表现	19
4. 融资融券：融资融券量呈上升趋势显示市场活跃度上升	20
5. 小结：市场情绪在 10 月初大市反弹下逐步好转，10 月上旬出现高管净增持现象。	21

插图

图 1-1: 核心通胀与高失业制约美国利率上行.....	5
图 1-2: 欧元区通胀率从高点回落.....	5
图 1-3: 美国国债收益率曲线.....	6
图 1-4: 欧元区国债收益率曲线.....	6
图 1-5: 全球避险情绪回落.....	7
图 1-6: 欧元区周边国家风险溢价近期出现反转.....	7
图 1-7: 欧元区 LIBOR-OIS 近期出现反转.....	7
图 1-8: 美国银行信贷市场流动性紧缩.....	7
图 1-9: 欧元区周边国家债务到期量四季度明显减少.....	7
图 1-10: 股市资金净流出状况好转.....	8
图 1-11: 中国股市近期资金净流入.....	8
图 1-12: 新兴国家股市相对表现与资金流动情况密切相关.....	8
图 2-1: 货币供应紧缩创新低.....	10
图 2-2: 新增贷款低于预期.....	10
图 2-3: 公开市场节后收紧.....	11
图 2-4: 外汇占款水平逐步下降.....	11
图 2-5: 银行间同业拆借利率大幅波动.....	11
图 2-6: 国债长短利差回升.....	11
图 2-7: 美元大幅升值使得人民币升值幅度放缓.....	12
图 2-8: 中短期票据与国债的信用利差走势.....	12
图 2-9: 银行间企业债不同信用等级利差走势.....	12
图 3-1: 新成立基金数.....	13
图 3-2: 机构入市资金规模下滑.....	13
图 3-3: A 股账户开户数.....	14
图 3-4: 佣金与印花税小幅下滑.....	14
图 3-5: IPO、增发与配股需求减弱.....	14
图 3-6: 限售股流通市值 9 月开始进入历史低谷.....	14
图 3-7: 测算的长期资金累计净供给与上证指数.....	14
图 3-8: 测算的长期边际资金供给与上证指数.....	14
图 3-9: 开放式股票基金仓位.....	15
图 3-10: 资金的市场流向结构.....	16
图 3-11: 资金的行业流向.....	16
图 3-12: 资金的个股流向.....	17
图 4-1 投资者参与情绪近期小幅反转.....	18
图 4-2 新股发行市盈率逐步回升.....	18
图 4-3: 新股首日平均涨幅逐步上涨.....	18
图 4-4: 公司增减持净额与上证指数.....	19
图 4-5: 高管增减持净额与上证指数.....	19
图 4-6: 高管和公司性增减持的行业分布.....	19
图 4-7: 防御性板块市盈率.....	20
图 4-8: 周期性板块市盈率.....	20
图 4-9: 中小板与沪深 300 市盈率估值差.....	20

图 4-10: 中小板与沪深 300 市净率估值差.....	20
图 4-11: 融资买入额 7、8 月份下降至前期底部.....	21
图 4-12: 融券余额 9 月小幅下滑.....	21

一、全球资金流动性及风险偏好

1. 全球资金价格：发达国家短中期资金成本将维持在低位

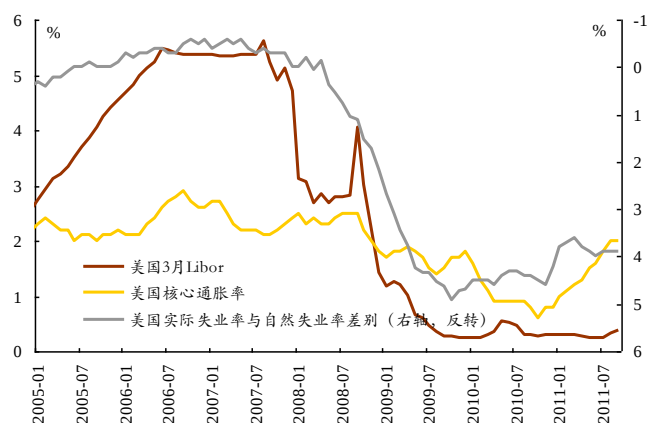
9 月份欧债问题依然延续，但 10 月份德法两国表露出解决欧债问题与银行业债务问题的决心，使得市场对欧债的担忧有所缓解；但整体来看 9 月公布的欧美经济数据依然显示经济前景欠佳，欧美发达国家短中期超宽松货币环境将继续维持，充分压低资金价格。

从美国来看，美联储制定货币政策有双重关注点：核心通胀率与失业率，在目前经济复苏不确定的情况下，相较于核心通胀率，美联储可能更为关注的是就业市场。9 月份美国核心通胀率一改上升趋势，维持在与 8 月持平的 2% 的水平，而失业率也依然处于 9.1% 的高位，另外美联储公布的褐皮书显示未来经济前景“走弱”或“更加不确定”，这意味着短中期内美联储将持续维持宽松货币环境（图 1-1）。在这个大背景下，美元 3 个月 Libor 依然维持在低位，但在 9 月小幅攀升，主要原因在于 9 月中旬举行的欧盟财政会议未取得就欧债危机任何实质性结果使得银行间资金面短期内趋紧。

从欧元区来看，欧央行货币政策核心关注的通胀率 9 月上升至 3%（图 1-2），为 2008 年 10 月以来的最高水平，通胀主要源于能源价格高企。但是前瞻性指标显示欧元区经济活动将进一步下滑，中短期反弹无望：9 月份欧元区制造业 PMI 为 48.5，不仅低于市场预期，并创下 25 个月新低；另外，希腊问题与欧元区银行问题依然持续，欧元区维持当前 1.5% 的利率是大概率事件。另一方面来看，欧元区今年两次加息，利率早已远超美日，加重了欧元区银行业的负担，因此降息也是欧元区缓和欧债问题的一个有力武器。当然目前来看，欧央行并未发出降息的信号，欧元区依然有其它选择，如扩充 EFSF 规模与效力等，因此降息的时间点取决于希腊局势及其它数据的演化情况，可能会在今年底或明年年初。

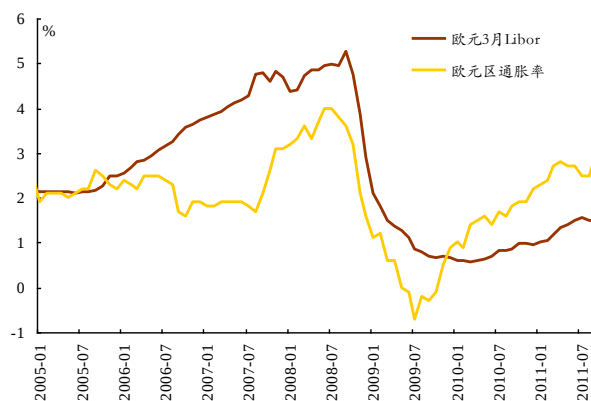
从利率结构来看，10 月欧美利率曲线与过去 1 个月相比明显变得更为陡峭：一方面欧债问题在 10 月份核心国家显现出解决债务问题的决心后有所缓解，另一方面美国推出“卖短债买长债”的计划并未压低长期国债收益率，反而使得之前持有长期国债的投资者趁机获利套现，抬高长期国债收益率（图 1-3、1-4）。

图 1-1：核心通胀与高失业制约美国利率上行



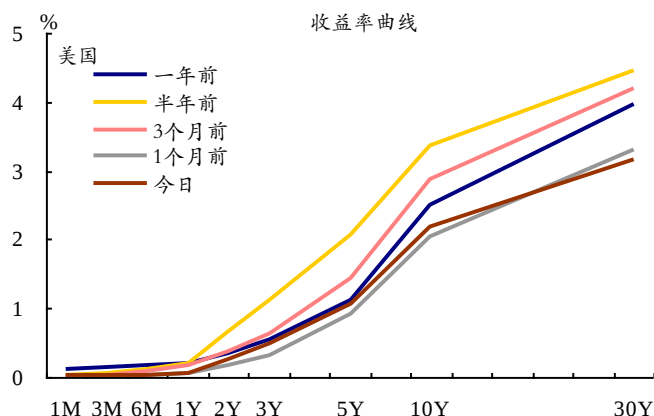
资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-2：欧元区通胀率从高点回落



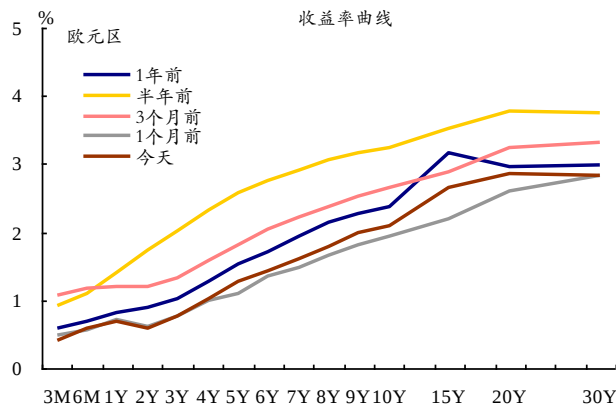
资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-3: 美国国债收益率曲线



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所。

图 1-4: 欧元区国债收益率曲线



资料来源：彭博资讯，宏源证券研究所

2. 资金风险偏好：欧债危机或将缓和，市场避险情绪出现拐点

自金融危机之后，美元走势与美国国债收益率成为了良好的衡量全球风险厌恶水平的标尺。9月，欧债危机的恶化与与美国就业市场数据远低于市场预期推动美元指数达到自5月以来的小高峰，而国债收益率也不断压低，9月中下旬10年期国债收益率降至2008年金融危机时的低点。而进入10月以来，随着核心国家表现出救市的强烈决心以及美国10月初公布的就业市场数据好于预期，市场避险情绪有所缓和，国债收益率在10月初在达到低谷后开始反弹，美元指数也结束了上升趋势（图1-5）。

从欧元区来看，虽然希腊宣称将无法达到今明两年的减赤计划，但德国总理默克尔与法国总统萨科奇承诺将对欧洲银行业采取“全面且持续性”解决方案，并在11月3日G20峰会召开之前提出一揽子救市措施，包括救援欧元区银行业、解决希腊债务危机并寻求欧元区经济增长前景改善，市场普遍预期7月提出的第二轮救助方案将被扩大。欧元区两个核心国家对救市的决心使得市场避险情绪出现转向，欧元区周边国家信用违约互换息差与国债收益率在9月达到高峰后开始滑落，显示出市场对欧元区周边国家资金需求所要求的风险溢价下降，同时可以观察到显示欧元区银行体系风险水平的欧元区3月期LIBOR-OIS与ITRX金融业CDS息差也出现明显下滑，显示欧元区银行体系的信贷压力与风险溢价有所下降（图1-6、1-7）。前瞻性的看，四季度欧债危机可能会有所缓和，我们可以看到周边国家债务到期量在9月达到高峰后，四季度债务到期量明显下降，周边国家的再融资压力下降，预计四季度欧债危机不会大规模爆发，近期避险情绪的转向可能是短期的一个拐点，取决于10月23日欧元区峰会与11月3日G20峰会结果。

与欧元区相比，美国9月非农就业人数增减与ISM制造业指数虽然均超出预期，但是3个月美元LIBOR-OIS息差与TED息差依然持续上行，显示市场依然存在对经济下行风险的担忧（图1-8）。

图 1-5: 全球避险情绪回落



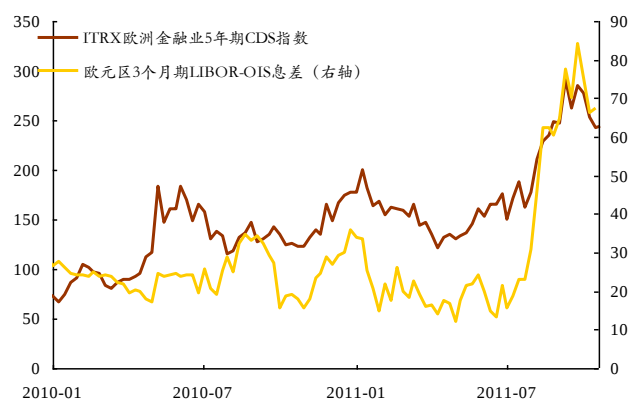
资料来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所。

图 1-6: 欧元区周边国家风险溢价近期出现反转



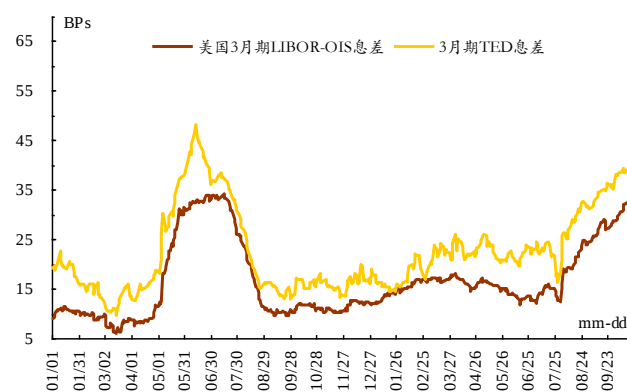
资料来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所

图 1-7: 欧元区 LIBOR-OIS 近期出现反转



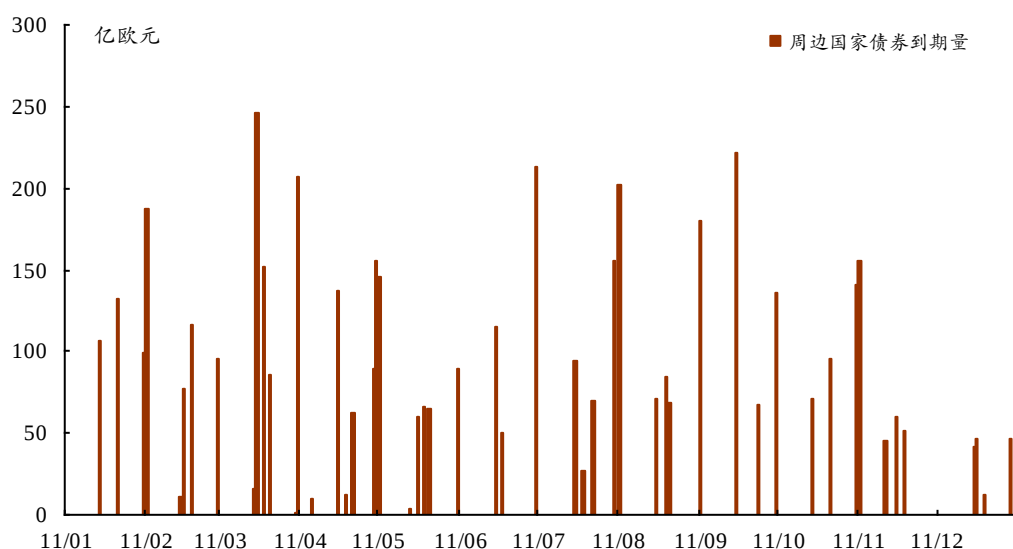
资料来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所。

图 1-8: 美国银行信贷市场流动性紧缩



资料来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所

图 1-9: 欧元区周边国家债务到期量四季度明显减少



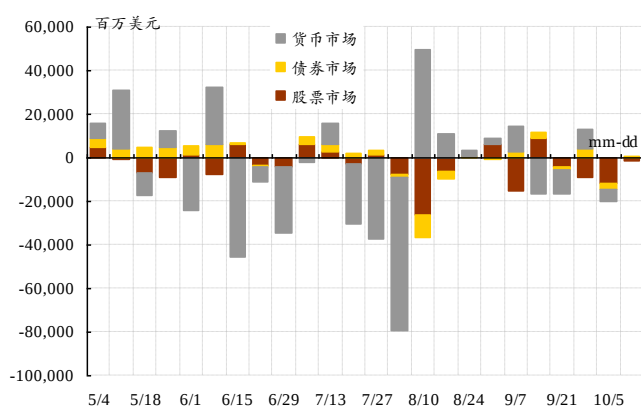
来源: 彭博资讯, 宏源证券研究所整理

3. 全球资金流向结构：股市资金净流出情况好转，中国股市取得资金净流入

自9月中旬以来，全球资本市场流向表现为：股票市场的持续净流出，债券与货币市场资金流量正负波动。9月中下旬，欧盟财政会议与G20会议并未达成任何有意义的解决欧债危机的方案使得希腊违约的市场预期愈发强烈，同时美联储宣布的“卖短债买长债”企图刺激经济的计划使得市场失望，市场依然延续8月的较强避险情绪，股票市场资金流出在9月份逐步放大。而进入10月以来，欧元区核心国家解决债务问题与银行业问题的决心使得市场情绪发生反转，股市资金流出明显减小。（图1-10）。从股市资金的地区流向来看，除发达欧洲以外，其它地区股市流向均在10月出现拐点，中国股市甚至取得资金净流入，由9月底的一周净流出4亿美元到近期的一周净流入1.5亿美元（图1-11），这一方面得益于外围市场欧债危机的有所缓解，另一方面也得益于国内通胀见顶，利好政策逐步出台等。

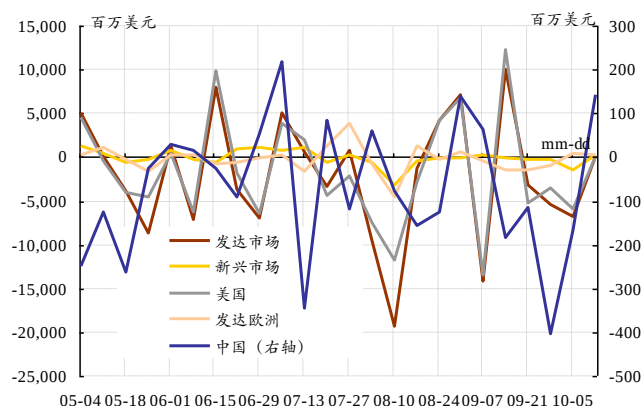
新兴市场股市相对（于发达国家）表现往往与其股市资金流动表现呈较大正相关，新兴国家股市资金流动情况自8月中旬以来持续改善，并在10月上旬显著提升。与我们上月报告预期相符，持续的资金流入对新兴市场股市产生推动作用，新兴市场股市相对于发达国家股市表现在近期出现拐点（图1-12）。

图 1-10：股市资金净流出状况好转



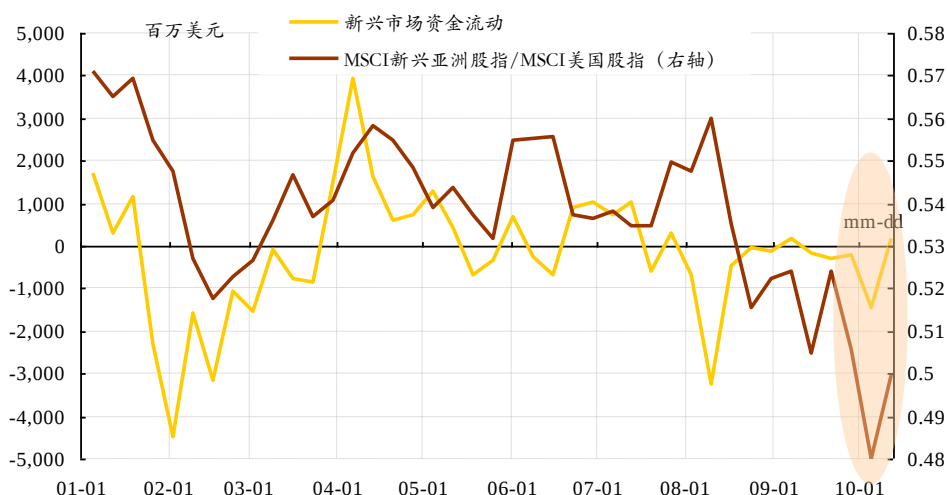
数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-11：中国股市近期资金净流入



数据来源：彭博资讯，宏源证券研究所整理。

图 1-12：新兴国家股市相对表现与资金流动情况密切相关



来源：彭博资讯、宏源证券研究所整理

4.小结：全球避险情绪回落使得股市资金面好转，提供 A 股反弹动力

在欧美发达国家因债务问题持续而不得不紧缩财政政策，就业市场复苏疲软的大背景下，发达经济体在短中期将继续维持极其宽松的货币环境以刺激经济复苏并减少债务利息负担。外围市场的宽松货币政策对股市的影响体现在两个方面：一是加重国内的输入型通胀，导致国内维持紧缩的货币政策，不利于股票市场；二是刺激全球流动性改善而促进资金流入股票市场，从而推动 A 股上涨。在目前全球经济环境动荡，欧债问题短时间无法解决，避险情绪的变化将左右以上两种情况谁会占主导地位：在避险情绪极高时，即使宽松货币政策有效地刺激了流动性改善，多余的流动性也更为偏好更加安全的债券货币市场，而非股票市场，第一种情况会主导市场，而如果避险情绪回落，宽松的货币政策对股市则更可能是利大于弊。

进入 10 月以来，欧元区核心国家德国法国表露出解决欧债问题的决心，并承诺将对欧洲银行业采取“全面且持续性”解决方案，市场避险情绪发生转向，明显改善，股票市场的资金净流出情况在逐步缓解，新兴市场股市资金面逐步改善，中国股市甚至取得净流入。短期内避险情绪的回落利好于 A 股市场，推动了 10 月初 A 股的反弹。前瞻性的看，我们需要关注 10 月 23 日欧元区峰会于 11 月 3 日的 G20 峰会的结果：如果会议推出了令市场满意或符合预期的缓解希腊问题或欧元区银行业问题的方案，那么避险情绪将继续回落，A 股有持续反弹的机会；如若会议结果令市场大失所望，使得市场避险情绪再次回升，那么 A 股 10 月以来的反弹可能面临一定阻力。整体看四季度，由于欧元区周边国家债务到期量将明显下降，再融资压力的缓和或将使得欧债危机不会在四季度全面爆发，避险情绪将维持在温和的水平，A 股受外围环境拖累的可能性不大。

二、国内宏观流动性及风险偏好

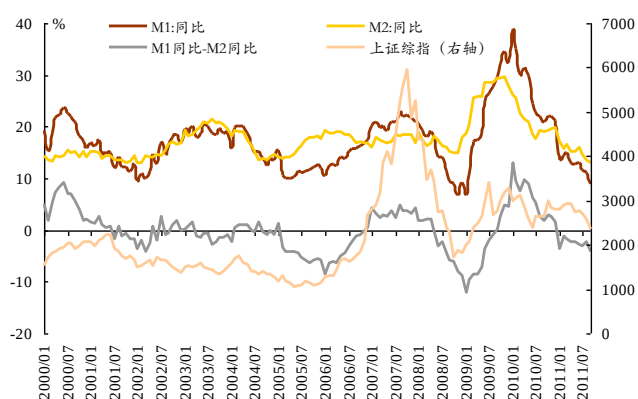
1、货币数量投放：货币增速持续走低，公开市场净投放节后收紧，货币政策仍将维持稳健

自 2010 年以来 M1、M2 同比增速持续滑落，9 月份 M1、M2 同比增速分别为 8.9% 与 13%，均低于市场预期，货币增速的回落部分是由于翘尾因素导致的，但持续的货币增速的回落表明紧缩的货币政策效果已经开始产生效果。衡量储蓄活化率的 M1 与 M2 增速差值与 A 股走势呈现较大正相关性，该指标在 8 月短暂小幅反弹后，9 月份有所下滑，A 股持续上行缺乏货币推动力（图 2-1）。新增贷款在 8 月小幅反弹后 9 月新增贷款下降，并创下 21 个月新低（图 2-2），可能原因一方面是 9 月面临季末存贷比考核是的银行供给不足，另外新增贷款下降主要体现为中长期贷款增量的下降，可能源于房地产市场的信贷萎缩。

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。自 7 月以来，央行维持两个半月的公开市场净投放在 10 月的第二周结束，通过发行央票与正回购，央行回笼资金大幅放量，10 月 14 日与 21 日公开市场资金小幅净回笼（图 2-3）。节后的收紧流动性一般是比较普遍的状况：由于节假日，央行在国庆期间未发央票与进行正回购操作，再加之前两个月的持续资金净投放，市场流动性充裕，而近两周央票到期量较大，资金回笼放量可能主要出于平滑目的，而持续收紧流动性的可能性不大。

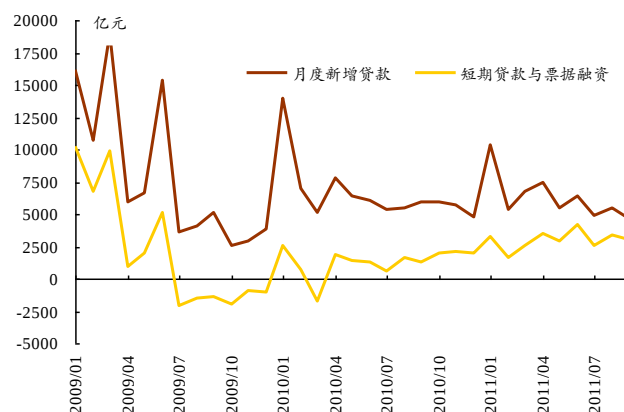
前瞻性的看，通胀出现拐点逐步下行是大概率事件，货币增速已经处在历史的正常水平，加之投资放缓下经济增速四季度或将放缓，央行的货币政策将维持稳健步伐，可能通过公开市场操作对市场流动性进行微调，维持银行间流动性的稳定。

图 2-1：货币供应紧缩创新低



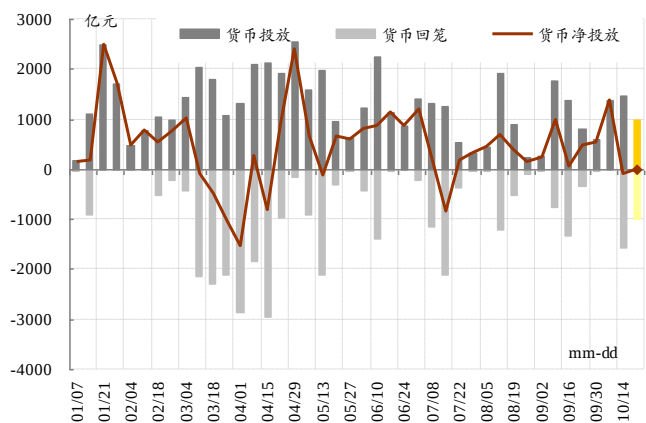
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-2：新增贷款低于预期



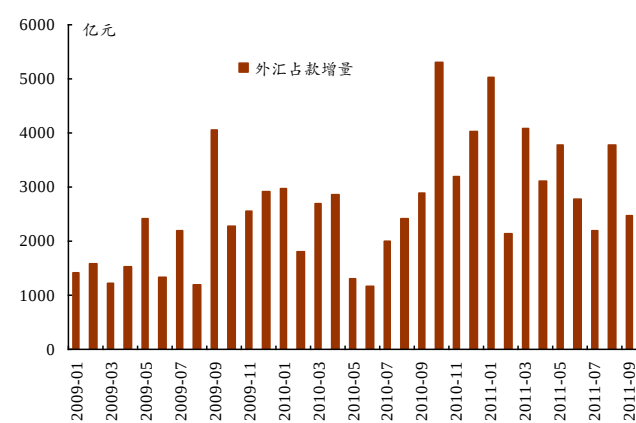
数据来源：WIND，宏源证券研究所

图 2-3: 公开市场节后收紧



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-4: 外汇占款水平逐步下降



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

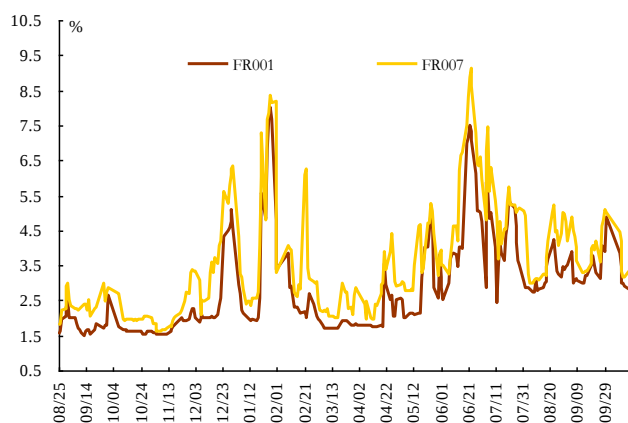
2、市场资金价格：短期资金价格维持低位，人民币升值幅度受美元走高影响放缓

9月底，面临国庆长假与季末存贷比考核，银行间市场流动性紧张，短期资金成本大幅上升，但十一长假期间大量央票到期使得市场流动性紧张立即缓解。银行间同业拆借利率市场显示（见图 2-4），7 日回购订盘利率 FR007 从 9 月初的 3.2% 上升至 10 月初的 5% 左右立即又回落到原先水平（图 2-5）。

从利率结构来看，受希腊债务问题有所缓和，银行间国债长短期利差有所回升。在 9 月中旬受欧债危机的恶化与美国经济二次探底的担忧使得长短期利差探底接近 0 的低点后，10 月初核心国家救助希腊的决心使得市场信心重新上扬，国债长短期利差已经接近 6 月时的水平（图 2-6）。

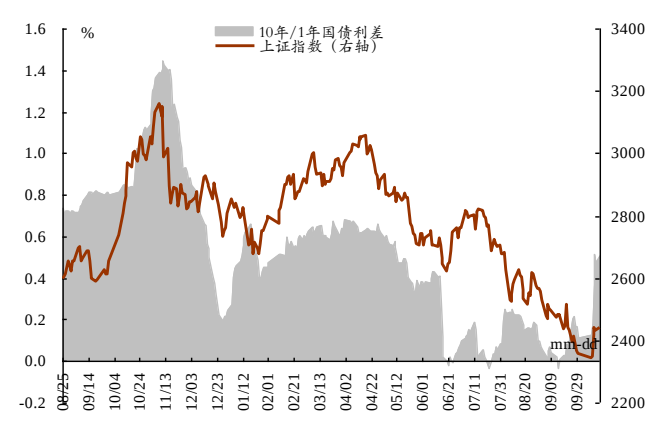
受美元近期大幅升值影响，人民币对美元升值幅度有所放缓。人民币对美元汇率在经历了 8 月份前半个月的势如破竹的升值之后，人民币自 8 月以来升值幅度有所放缓，USD/CNY 在 6.38~6.39 附近徘徊（图 2-7）。主要原因在于全球避险情绪上扬导致美元迅速升值，使得人民币兑美元升值逐渐放缓。

图 2-5: 银行间同业拆借利率大幅波动



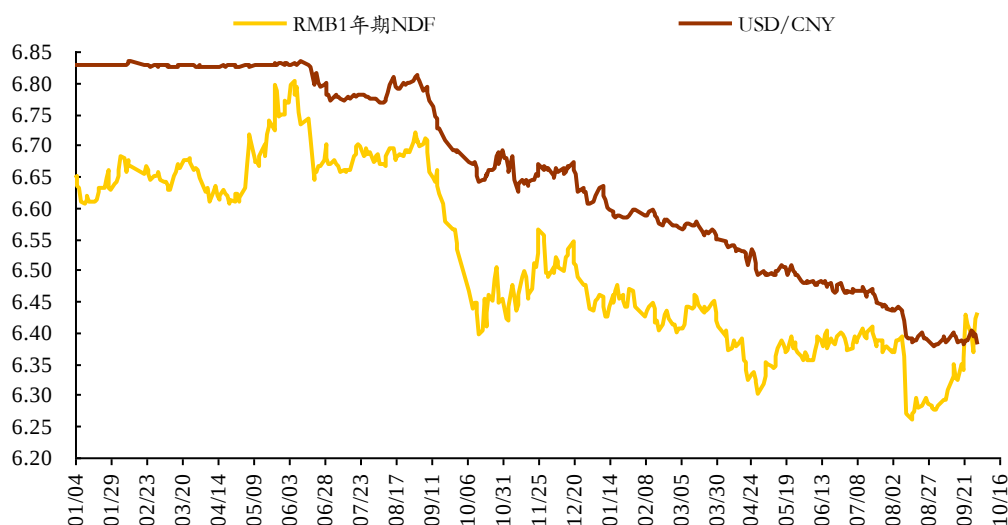
数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-6: 国债长短期利差回升



数据来源: WIND, 宏源证券研究所

图 2-7: 美元大幅升值使得人民币升值幅度放缓

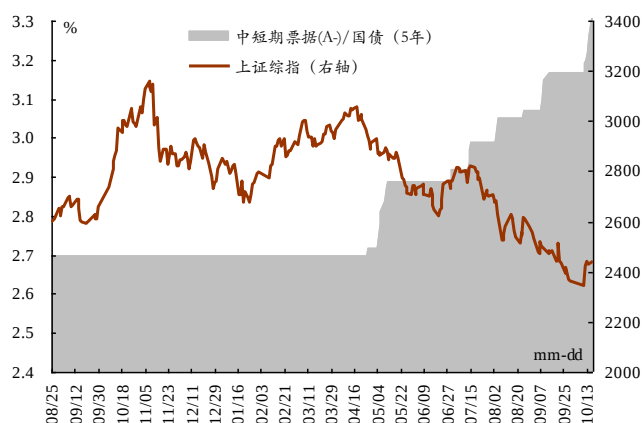


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

3、资金风险偏好: 风险溢价仍处高位, 市场依然存在担忧

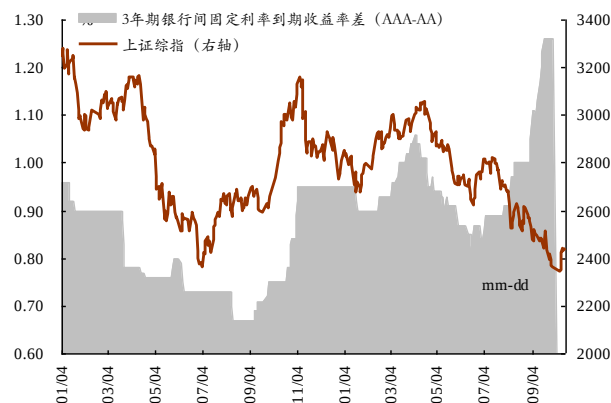
从图 2-8、2-9 来看, 3 年期银行间固定利率债券到期收益率差 (AAA-AA) 在 9 月下旬开始上升趋势停顿, 但仍然维持在历史高位, 中短期票据与国债的信用利差在 10 月份攀升至 3.3% 左右的历史高位。两个指标显示近期资金风险溢价率水平依然处在高位, 市场依然存在担忧。

图 2-8: 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 2-9: 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: 通胀趋势下行货币增速趋于正常, 货币政策维持稳健

在 8 月份通胀率在市场的预期中见顶回落后, 9 月份通胀继续小幅下降至 6.1%, 通胀出现拐点逐步下行是大概率事件, 货币增速已经处在历史的正常水平, 加之三季度 GDP 增速低于市场预期, 央行将维持稳健货币政策, 可能通过公开市场操作对市场流动性进行微调, 维持银行间流动性的稳定。

三、A 股市场内部资金流动性

1、A 股内部资金流量分析：A 股内部资金供给降至冰点，融资需求仍将持续高位

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)

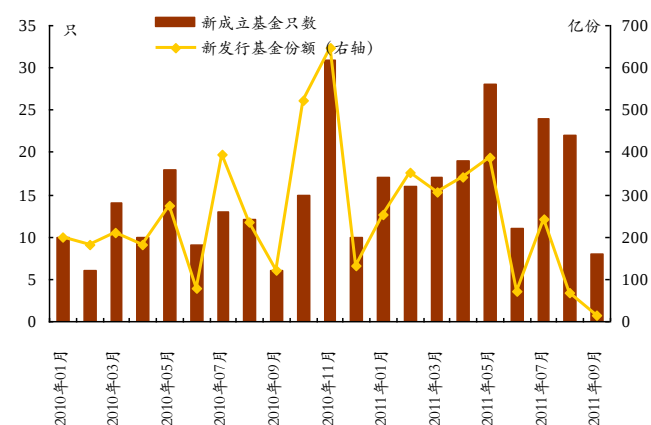
没有考虑基金赎回、可转债发行等因素，主要是考虑到基金一般通过仓位控制化解了基金赎回的影响，且数据可得性差；转债发行基本为债券型基金消化，与股票型基金、偏股型基金等股市资金有一定的隔离。

从资金供给方来看，9 月资金供给仅为 8 月的一半：虽然 A 股开户数较 8 月有小幅上扬，但在 A 股市场反复震荡的环境中，9 月份基金发行份额继续萎缩，基金发行份额仅有 13 亿元，创下年内新低（图 3-1）。除去公募基金以外，其他机构投资者入市规模也有不同程度的下滑，其中以阳光私募入市规模下滑最为显著（图 3-2）。

从资金需求方来看，9 月资金需求也有显著下滑：虽然大盘股如中国水电、长城汽车 9 月在网上发行使得 IPO 资金需求放量，但是限售股解禁达到自 2008 年 10 月以来的低点，仅为 8 月的四分之一。（图 3-5、3-6）。

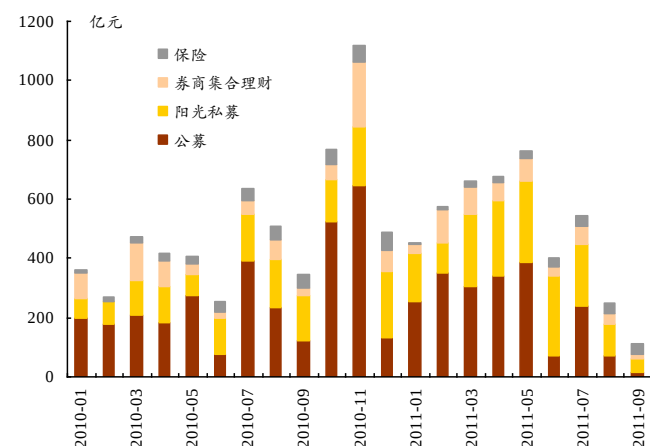
结合资金的供求方，9 月 A 股内部资金净供给延续 8 月的供不应求的状态（图 3-8），A 股持续滑落。但 A 股内部资金流动性紧张趋势自 7 月以来有所放缓。但是前瞻性的看，基金发行仍处在冰点，在中国水电 IPO 完成之后，中交股份、新华保险、陕西煤电等超级大盘股的 IPO 依然会使得市场资金需求紧张，其中中交股份在 9 月 23 日公布了募集 200 亿元的计划，其中在 A 股募集 35 亿元，使得市场预期监管层会放缓 IPO 审批的愿望落空。整体看在供给疲软，需求仍面临大量融资压力的前提下，A 股资金面依然紧张。

图 3-1：新成立基金数



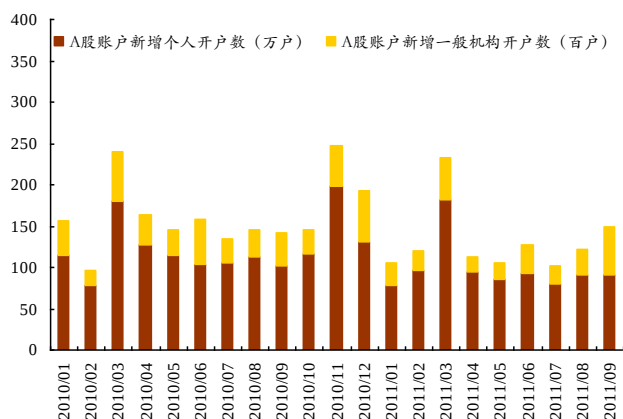
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-2：机构入市资金规模下滑



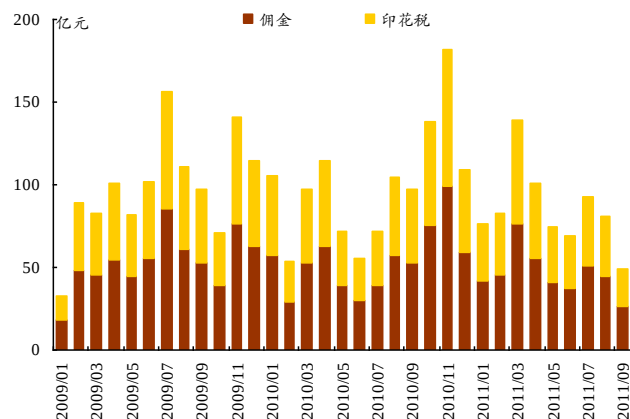
数据来源：WIND，宏源证券研究所。

图 3-3: A 股账户开户数



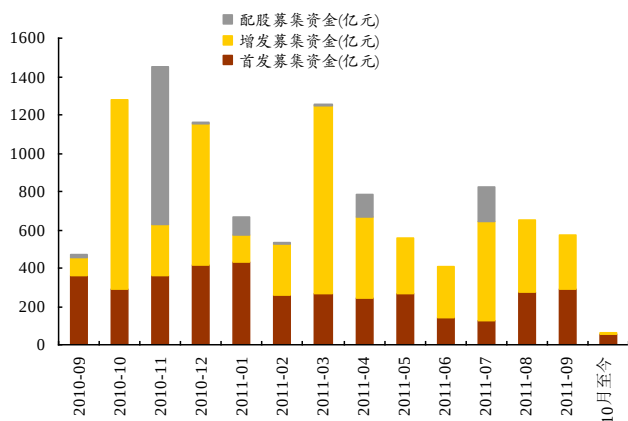
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-4: 佣金与印花税小幅下滑



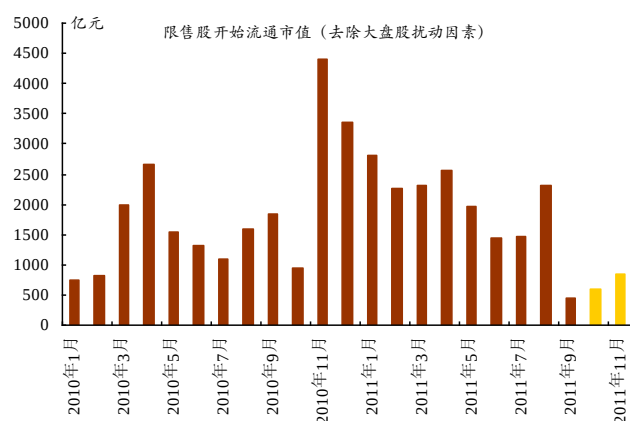
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-5: IPO、增发与配股需求减弱



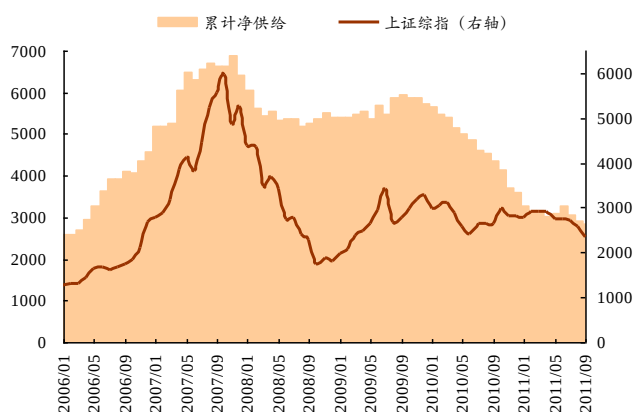
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-6: 限售股流通市值 9 月开始进入历史低谷



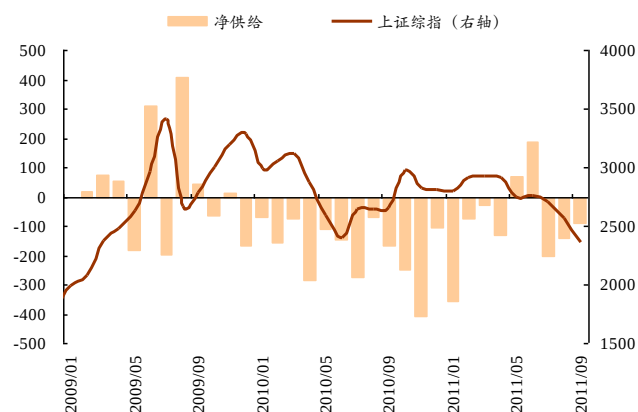
数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-7: 测算的长期资金累计净供给与上证指数



数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

图 3-8: 测算的长期边际资金供给与上证指数



数据来源: WIND, 宏源证券研究所。

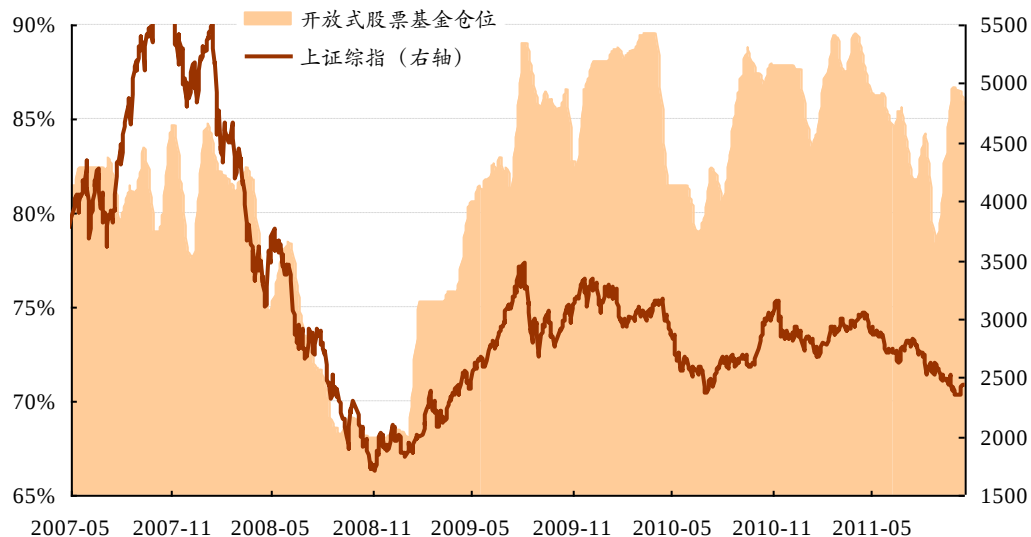
2、A 股内部资金存量分析：基金仓位在绝对高位开始下滑

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置，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 Matlab 程序测算开放式股票基金仓位的动态变化过程（见图 3-9）。

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。从图 5-4 可以看出，整体基金仓位在 8 月份由 78% 的水平迅速上升至 9 月底的 86.5% 的水平，已经超出 85% 的警戒线，10 月基金仓位开始小幅回落。在此期间，A 股趋势走弱。

但是我们不能仅仅通过基金仓位的绝对位置判断大盘的走势，基金仓位仅仅反映的是市场的存量资金，结合市场增量资金的综合判断会更有意义。例如在 2009 年 8 月基金仓位达到高点开始下降，但是 6~8 月大量新基金发行使得 A 股内部资金面实现大额净供给，推动了 2009 年 8 月至 11 月的一拨行情；而在 2007 月底基金仓位触碰 85% 的警戒线，高位的同时市场 IPO 与增发巨幅增长使得 A 股内部处于资金净流出的状态，高位的基金仓位无法维持，A 股大幅下跌。因此目前在基金仓位处于绝对高位且开始下行的情况下，另外流量资金在面临供给不足但有潜在大量融资需求而可能维持净流出的局面下，A 股依然面临下行风险。

图 3-9：开放式股票基金仓位

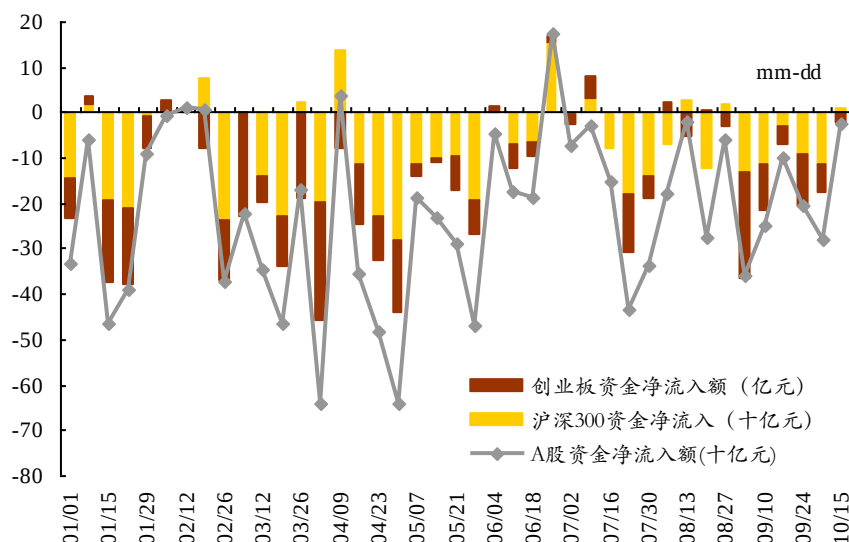


资料来源：WIND，宏源证券研究所。

3、市场资金流向结构：低估值的银行金融板块增加资产配置 的吸引力，原材料、资本品依然受投资减速负面影响

（1）从资金市场流向来看，10 月以来，A 股市场持续资金流出的状态逐步缓和。自 7 月中旬以来，A 股资金的净流入额趋势上升。相较于 10 月初 A 股净流出 280 亿元，10 月第二周 A 股净流出仅 24 亿元，沪深 300 板块甚至取得小幅净流入。（图 3-10）。

图 3-10: 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 10 月 18 日为基点, 倒推统计结果显示 (见图 3-11), 行业资金净流出方面, 原材料与资本品受房地产、铁路等投资减速的负面影响依然是资金流出最大的板块。在汇金增持四大国有银行的消息发布之后, 低估值的金融与银行股成为资金净流入行业。

图 3-11: 资金的行业流向

10/18 前三名	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		
	行业	金额 (万元)	涨跌幅 (%)	行业	金额 (万元)	涨跌幅 (%)	行业	金额 (万元)	涨跌幅 (%)	行业	金额 (万元)	涨跌幅 (%)
净流入为正行业												
1	-	-	-	Q.CS银行	229953	5.14	Q.CS综合金融	40122	3.90	-	-	-
2	-	-	-	Q.CS资本品	127087	4.49	-	-	-	-	-	-
3	-	-	-	Q.CS综合金融	101403	8.74	-	-	-	-	-	-
净流入为负行业												
1	Q.CS原材料II	-312244	-4.03	Q.CS技术硬件与设备	-31428	3.86	Q.CS原材料II	-1849527	-5.29	Q.CS原材料II	-7582969	-20.32
2	Q.CS资本品	-186503	-2.95	Q.CS商业和专业服务	-11361	5.72	Q.CS资本品	-792024	-4.06	Q.CS资本品	-5009393	-20.23
3	Q.CS综合金融	-70729	-4.71	Q.CS制药、生物科技和生命科学	-6659	3.29	Q.CS房地产	-407437	-9.58	Q.CS耐用消费品与服务	-4401038	-16.94

数据来源: WIND, 宏源证券研究所整理

(3) 从资金个股流向来看, 以 10 月 18 日为基点, 倒推统计结果显示, 资金净流入个股中, 银行类股如农业银行、民生银行、中国银行与建设银行; 医药科技类股如丹化科技、康美药业与零售类股如兰州民百等股票备受市场青睐; 而原材料股票, 如攀钢钒钛、包钢稀土、江西铜业成为资金净流出板块 (图 3-12)。

图 3-12: 资金的个股流向

11/10/18												
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	中国水电	12.69	93.96	海通证券	5.89	11.41	兰州民百	5.84	20.14	丹化科技	13.42	3.28
2	永大集团	1.77	89.92	招商银行	3.57	6.17	海通证券	5.63	11.14	康美药业	9.39	1.39
3	香江控股	0.45	-0.52	中国南车	3.52	13.29	长城汽车	4.37	10.04	开山股份	8.28	-16.21
4	江苏吴中	0.43	1.79	中国平安	3.24	8.24	丹化科技	4.25	-0.91	兰州民百	5.11	3.32
5	农业银行	0.35	0.38	民生银行	3.19	6.56	中国南车	3.42	7.94	江河幕墙	4.79	-20.91
6	山下湖	0.34	9.60	农业银行	2.81	3.57	中国一重	2.62	14.52	以岭药业	4.78	-15.58
7	中国银行	0.31	0.33	中国北车	2.59	10.74	中国北车	2.33	9.27	海通证券	4.62	0.79
8	建设银行	0.30	0.22	中信证券	2.44	6.24	海油工程	2.09	27.19	五粮液	4.45	-3.15
9	兰州民百	0.30	0.30	五粮液	2.37	5.90	长江证券	1.94	11.06	长城汽车	4.37	10.04
10	桐昆股份	0.30	3.50	兴业银行	2.19	4.55	中国石油	1.94	3.64	阳泉煤业	3.56	-12.15
净流入为负												
1	方正证券	-2.29	-7.52	徐工机械	-2.46	-1.53	紫金矿业	-8.13	-10.65	海螺水泥	-24.49	-30.70
2	攀钢钒钛	-1.54	-8.37	时代科技	-2.06	-10.80	阳泉煤业	-7.10	-11.55	攀钢钒钛	-23.80	-42.19
3	包钢稀土	-1.46	-5.79	冀中能源	-1.86	-0.72	方正证券	-6.95	7.16	包钢稀土	-22.72	-27.21
4	海通证券	-1.39	-4.90	ST新材	-1.37	-2.49	包钢稀土	-6.89	-13.66	中国平安	-21.31	-20.70
5	徐工机械	-1.27	-5.28	*ST盛润A	-1.36	-8.32	中国平安	-6.13	-5.85	中联重科	-20.41	-19.30
6	中信证券	-1.21	-4.19	电广传媒	-1.33	4.80	江西铜业	-6.03	-10.28	中兴通讯	-19.04	-26.95
7	中科三环	-1.18	-3.38	兴业证券	-1.24	0.79	冀中能源	-5.56	-11.85	三一重工	-17.79	-17.47
8	国海证券	-1.11	-10.00	精功科技	-1.19	-3.08	山东黄金	-5.37	-11.73	招商银行	-16.36	-8.47
9	中兴通讯	-1.09	-3.79	阳泉煤业	-1.14	0.55	澄星股份	-5.19	-9.77	中恒集团	-14.02	-37.58
10	长城汽车	-1.06	-6.29	西藏发展	-1.14	4.88	攀钢钒钛	-4.87	-13.18	巨化股份	-13.79	-33.15

数据来源: WIND、宏源证券研究所整理

4、小结: A 股内部资金面依然紧张, 但政府利好政策频频出台 显露积极信号。

目前从流量资金来看, 基金发行仍处在冰点, 在中国水电 IPO 完成之后, 中交股份、新华保险、陕西煤电等超级大盘股的 IPO 依然会使得市场资金需求紧张, A 股资金面依然紧张; 而从存量资金来看, 基金仓位处于绝对高位且开始下行。在存量资金处于绝对高位, 新增流量资金不足的情况下, A 股依然面临下行风险。但近来频频出台的利好政策, 从增持中石油, 到汇金增持四大国有银行到“国九条”支持小微企业渡过信贷难关等等可以看出官方对金融市场的扶持态度, 对股市的积极信号逐步显现。

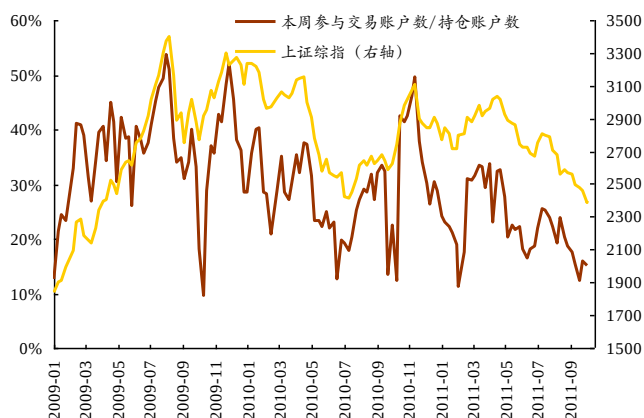
四、A 股市场情绪

1、交易者参与情绪和新股表现：投资者情绪在 10 月初 A 股反弹的背景下有所好转

从周度参与交易账户比例来看（见图 4-1），参与交易账户比例自 9 月中旬开始反弹，目前参与交易账户仅占期末持仓账户数由 9 月中旬的 12% 上升至目前的 16%，显示市场情绪近期有所回暖。

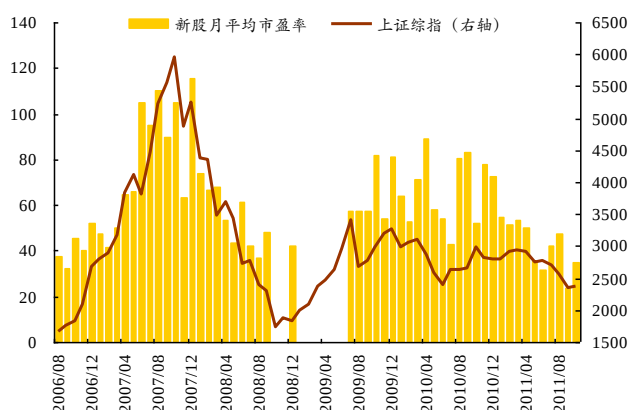
从图 4-2、图 4-3 来看，新股发行后表现进来明显转好：首日涨幅自 8 月以来稳步上升，10 月上市目前本年度最大 IPO 中国水电首日涨跌幅高达 94%；另外市盈率在 9 月大幅下挫后 10 月重新攀升。整体来看，随着大盘 10 月份下跌趋势明显放缓，新股发行表现整体来看有了一定的改观。

图 4-1 投资者参与情绪近期小幅反转



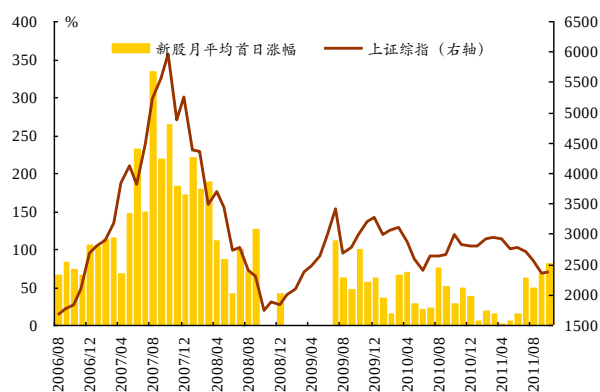
资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 4-2 新股发行市盈率逐步回升



资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 4-3：新股首日平均涨幅逐步上涨



资料来源：WIND，宏源证券研究所

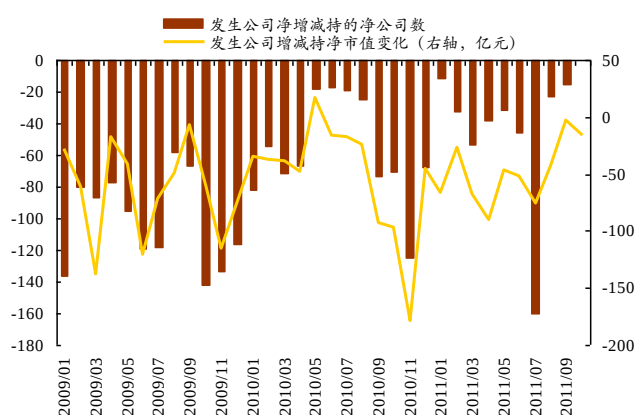
2、上市公司及高管市场行为：重要股东减持潮基本消散，10 月上旬高管取得净增持

从上市公司及高管增减持数量来看（见图 4-4、图 4-5），高管与公司性净减持行为明

显放缓。9 月份发生高管与公司型净减持公司数量变化不大：分别为 48 与 15 家，但减持净额明显下滑：公司性减持净额下降一半，而高管减持净额仅为 8 月的四分之一。10 月上旬，公司性增持公司数目与减持公司数目持平，而高管增减持行为取得了半年以来的首次净增持。从增减持的行业和市场板块来看（见图 4-6），9 月减持行业前三名为工业、材料与信息技术

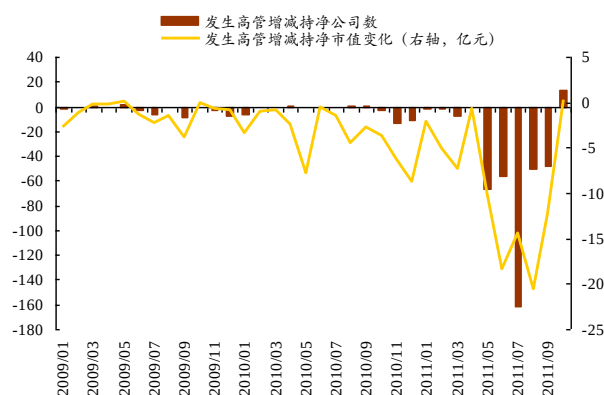
我们认为，自重要股东减持行为在 7 月达到高峰之后，高管与公司性减持行为显著减少，原因主要有：一是大盘大幅下挫后，目前股价已经接近甚至低于非常了解公司运行状况的高管的心理价位，因此对股票的减持减少，甚至逢低买入，高管对后市的乐观态度意味着股市可能有反弹机会；二是自 9 月以来限售股解禁进入历史低潮，即使有减持意愿的高管未必能够有机会进行减持操作。

图 4-4：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 4-5：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 4-6：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	3	24	32	5	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	1	3	34	3	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	3	12	62	10	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	4	1	5	42	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	前三名是机械设备、石化塑料和有色金属
2011-08	13	54	67	36	104	前三名是机械设备、建筑和房地产	前三名是机械设备、石化塑料和信息技术
2011-09	11	54	65	26	102	前三名是工业、材料和可选消费	前三名是工业、材料和信息技术

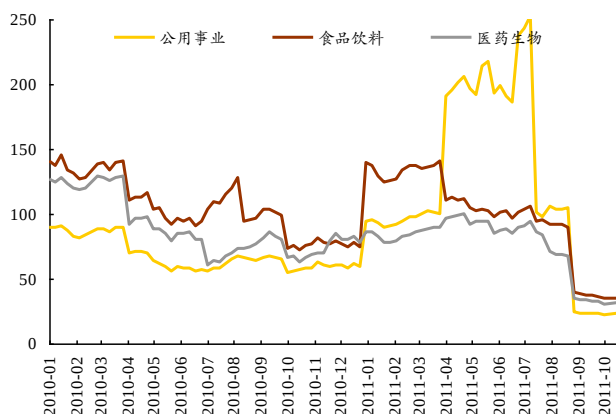
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

3、行业估值和市场板块估值：周期性与防御性板块估值依然处于历史低位，中小板相对大盘股或将有良好表现

结论一，从行业市盈率估值来看（见图 4-7、图表 4-8），受股指持续下挫的影响，周期性与防御性板块市盈率均在 8 月中旬出现阶梯式下降，9 月 10 月维持在稳定水平，目前市场估值已经处于市场底部。周期性板块中，制造业与金属非金属市盈率估值下降幅度最大；防御性行业中，医药生物 10 月份市盈率有小幅上调。

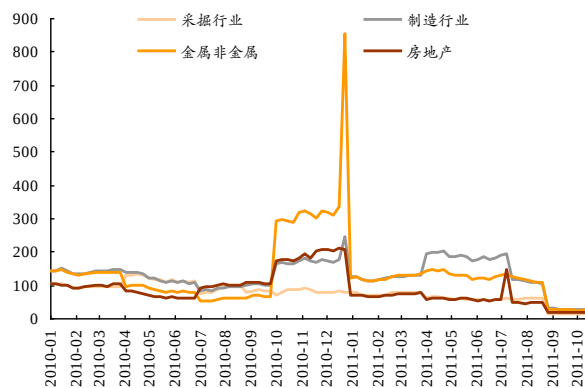
结论二，从板块轮动来看（见图 4-9、图 4-10），截至 2011 年 10 月 17 日，沪深 300、中小板市盈率（TTM）分别为 11.6 和 32.8，市净率（MRQ）分别为 1.94 和 3.8。9 月份在大盘持续下挫的过程中，中小板块相对于大盘股表现依然落后，但在 10 月初这个趋势有小幅反转。一般来说在经济复苏初期，但并未完全确信走出衰退时的股市震荡时期（如 2009 年 9 月至 2010 年 9 月）小盘股相对于大盘股能有较好表现，而往往经济在确定已经走出低谷，大盘趋势向上的过程中或者经济体面临负面因素影响，股市趋势走低时，大盘股相对于小盘股表现较为良好。从目前的状况来看，国内经济体复苏依然面临不确定性因素影响，但出现硬着陆的可能性越来越小，股市很难出现“大熊”或“大牛”的局面，在这种背景下，小盘股相对于大盘股可能会有一波行情。

图 4-7：防御性板块市盈率



资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-8：周期性板块市盈率



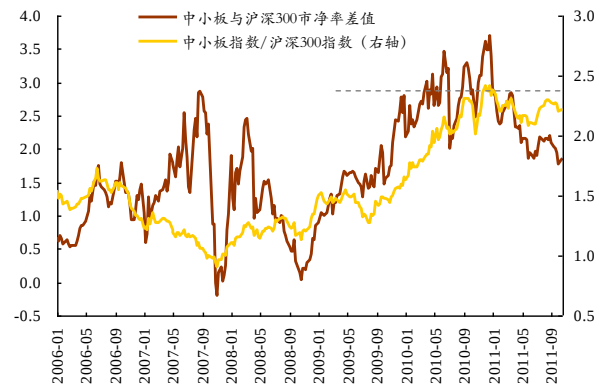
资料来源：WIND，宏源证券研究所。

图 4-9：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 4-10：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。

4、融资融券：融资融券量呈上升趋势显示市场活跃度上升

从融资融券来看，融资买入额自 9 月开始大幅震荡上行，融券余额在 9 月底达到低谷后在 10 月也大幅反弹（图 4-11、4-12）。融资融券的整体情况给我们两点启示：1）融资融券活动均呈现上升趋势，显示市场在 8 月市场情绪达到冰点后，9 月份开始活跃度明显上升；2）市场多空双方处于博弈阶段，体现为股市在 10 月上旬的大幅震荡走势。

而另外一方面，截至 10 月 18 日，融资买入额前五大股票是中国平安、兴业证券、中信证券、西部矿业与江西铜业；融券卖出余额前五大股票是中信证券、中国联通、民

生银行、紫金矿业与万科A。

图 4-11: 融资买入额 7、8 月份下降至前期底部

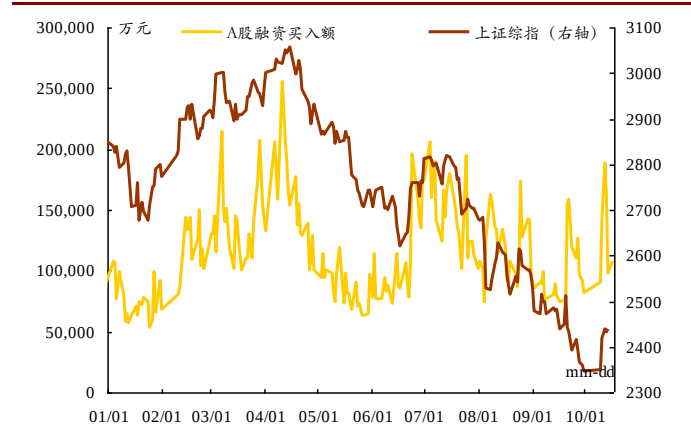
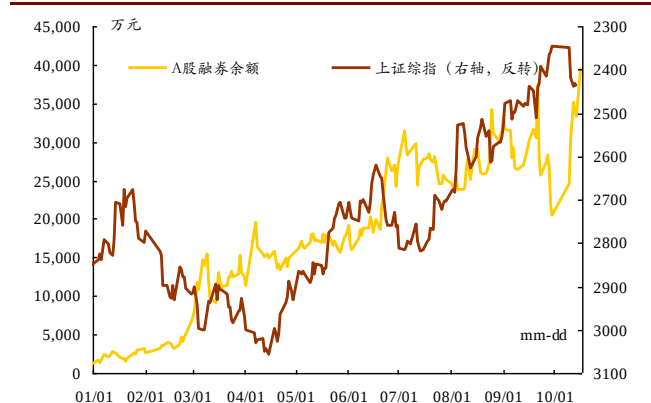


图 4-12: 融券余额 9 月小幅下滑



5、小结：市场情绪在 10 月初大市反弹下逐步好转，10 月上旬出现高管净增持现象。

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。

杨昕: 宏源证券研究所投资策略分析师, 密歇根大学金融工程硕士, 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。