

股票供给对市场冲击几何？

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197

联系人：王旭
wx5937@htsec.com
021-23219396

联系人：汤慧
tangh@htsec.com
021-23219733

1. 本周视角：股票供给对市场冲击几何？

近期，市场对股票供给可能对 A 股造成的冲击担忧又起，主要原因有二：

首先，继中国水电之后，发行规模在 150 亿元之上的 IPO 项目年内仍有陕西煤业，中交股份等。

其次，市场近日传闻“证监会将加快 IPO 审批，IPO 将进入飞速发展的 10 年”。市场担忧后期 IPO 速度加快进一步对市场造成向下的压力。

表 1 近期可能上市的重要新股 IPO 列表

上市公司名称	申报日期	当前状态	拟发行数量	拟上市地
中国交通建设	2011/9/23	上会已通过	350000	上海证券交易所
陕西煤业	2011/8/25	上会已通过	200000	上海证券交易所
东吴证券	2011/9/5	上会已通过	50000	上海证券交易所
西部证券	2011/10/20	未上会	20000	待定

资料来源：海通证券研究所

由此，我们认为有必要对股票的供给状况进行细致的分析，来考察供给对市场的真实冲击状况。我们从一级市场和二级市场两个角度分别考量股票供给对市场的冲击：一级市场股票供给考虑直接从证券市场抽血的部分，主要由新股首发募集资金和增发中的非定向增发部分构成，这部分资金直接造成市场的存量资金的减少，是影响市场表现的重要因素。二级市场供给主要是指 IPO 首发上市交易部分和限售解禁股票部分，这两部分是对二级市场交易产生真实冲击的增量供给，直接影响到二级市场的指数表现。分析得出以下三个主要结论：

1. 一级市场抽血压力要小于 2009 年股票发行重启至 2010 年底的水平。
2. 二级市场供给冲击压力也小于 2009 年股票发行重启至 2010 年底的水平。
3. 供给面总体特征是：绝对量增、边际减弱，其对市场的冲击取决于资金面的边际变化。

(1) 从一级市场的抽血行为来看，今年以来的状况要好于 09 年股票发行重启至 10 年底的水平。

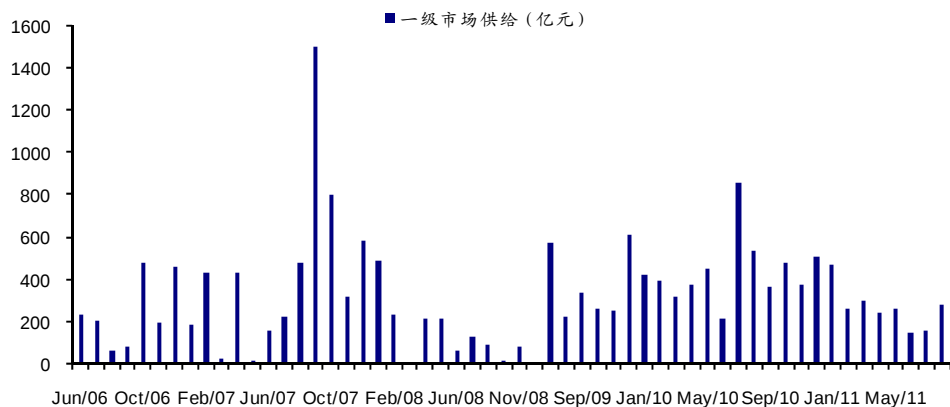
一级市场供给是实体经济直接从证券市场抽血的部分，直接造成市场的存量资金的减少，是影响市场表现的重要因素。一级市场供给从理论上包括 IPO 的首发募集金额和增发募集金额，但由于增发中的定向增发具有资产认购、现金认购等多

种方式，其中资产认购等非现金认购并不在增发时对市场产生抽血效应，因此，在统计中，我们仅考虑增发中的非定向增发部分。

自 2009 年 7 月恢复新股发行以来至 2010 年底，新股和非定向增发融资基本保持 400 亿元每月的发行规模；2011 年后，发行节奏有所放缓，月均增量为 260 亿元左右，基本是以前规模的 65%。

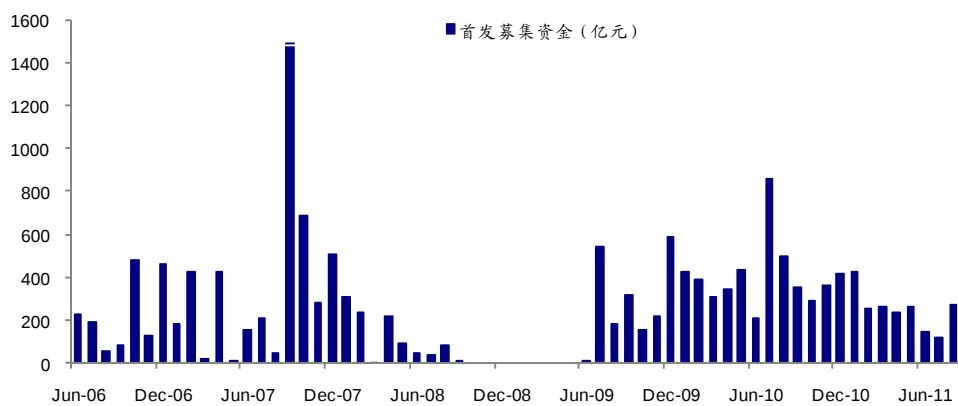
从新股发行来看，2009-2010 年月均增量为 364 亿元，2011 年下降至 250 亿元，降幅约在 32%；非定向增发融资规模也从月均 45 亿元下降至 26 亿。

图 1 一级市场股票供给（IPO+公开增发）自 2011 年以来有明显下降



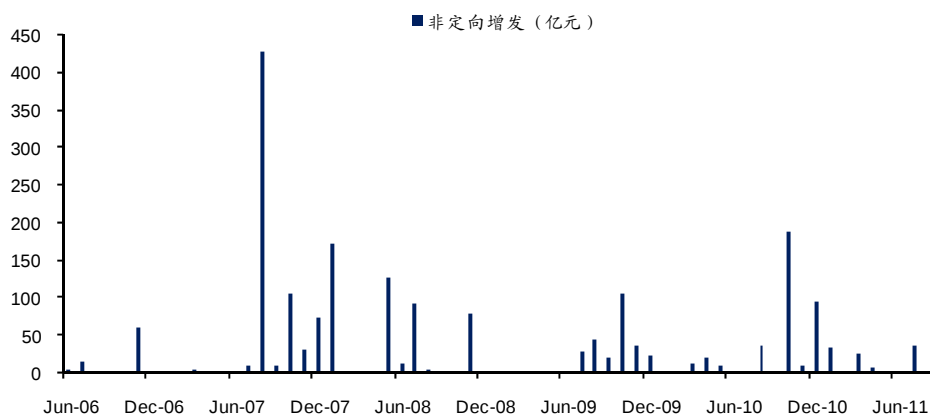
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 2 首发资金总额有所下行



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 非定向增发金额也呈下行态势



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

后市一级市场抽血情况会如何呢？我们从历史规律来看，新股募集资金和非定向增发与二级市场表现有很强的正相关性。这表明从新股发行的审批看，有了 2008 年股票供给对市场造成趋势性冲击的经验，在后期的审批进度上有所控制，避免了新发股票对 A 股造成过度的冲击。因此我们判断，虽然近期市场对新股发行进度加速有所传闻，但总体规律看，大概率上还是会兼顾市场的表现情况控制 IPO 审批进度，维持资本市场的相对稳定。

因而，年内新股发行不会对市场造成类似 2008 年的“系统式”冲击，而更表现为“波段式”冲击。即在股市上涨时供给压力大些，股市低位时供给压力小些。

图 4 A 股整体估值表现较好的时候融资规模较大



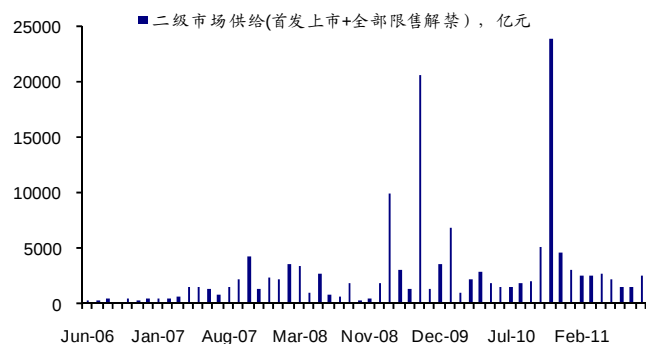
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

(2) 二级市场冲击压力小于 2009 年股票发行重启到 2010 年底的水平。

对于二级市场的参与者而言，首日发行上市的股票和限售解禁的股票是对二级市场交易产生真实冲击的增量供给，直接影响到二级市场的指数表现，因此考虑今年以来二级市场增量冲击具有现实意义。从这一部分来看，2011 年以来的月均供给为 2347 亿元，小于新股发行重启以来至 2010 年底的 5122 亿元。

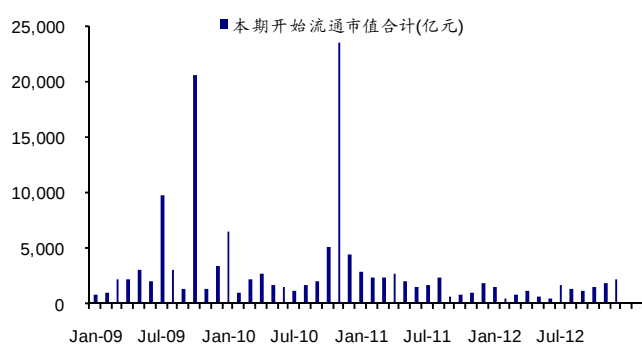
后市二级市场供给压力会如何呢？从限售解禁方面看，2012 年月均解禁压力在 1097 亿元，低于 2011 年的 1734 亿元，更低于 09 年-10 年的月均 5036 亿元水平。叠加新股发行情况看，假设明年的新股发行力度与今年保持相当水平，则 2012 年整体的二级市场供给压力仍要小于今年，更低于 09 年新股重启到 2010 年的月均水平。

图 5 从二级市场的冲击来看，今年以来冲击有大幅缩减



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 6 明年限售解禁压力仍将保持较低水平



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

(3) 供给面总体特征是：绝对量增、边际减弱，其对市场的冲击取决于资金面的边际变化。

对于股票供给对市场的影响，我们认为应该从两个方面去理解：

一方面，供给总量在不断增加是不争的事实，即便增量冲击较 09 年新股重启到 10 年底要小，但在资金面紧张的情况下依然会带来市场的压力；

另一方面，由于增量的冲击力是小于 09 年-10 年的水平的，如果资金面发生改善，则市场完全可以消化供给的利空冲击。

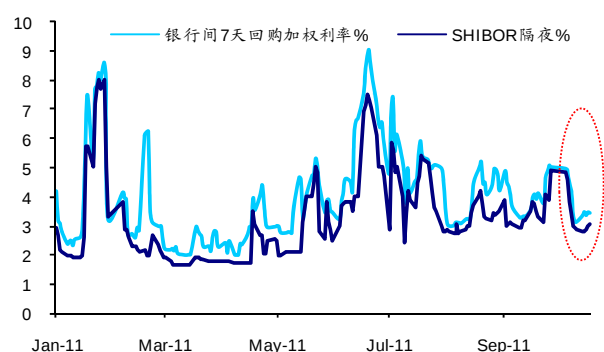
本质来说，供给面的总量情况、边际情况是客观存在的。其对市场的影响需要取决于资金面的边际变化。因此我们非常关注资金面的变化情况。

我们从民间资金（场外资金）和银行间市场资金（场内资金）两个方面关注资金流向。

我们多次提示，今年的资金面看点在于“存量变动”而非“增量”。存量的变动，民间资金是关键。从 2008 年的经验看，中小企业在高利贷环境下只能维持半年-1 年时间。我们预计今年底明年初（工资和应付账款结算高峰期），国内极可能出现民间贷款断裂、中小企业破产潮。这虽然对实体经济不利，但却带来了资本市场资金面边际改善的可能性。

从近期银行间市场的表现来看，银行间市场的资金由于前期公开市场操作连续的净投放，利率从前期的高位大幅度下降，目前银行间 7 天回购利率维持在 3.5% 左右的水平，整体的资金面呈现出较为宽松的局面。

图 7 近期银行间市场资金成本有所下降



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 8 票据直贴利率近期大幅下降



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

由于场内资金面（银行间市场）出现改善，且预期年底场外资金面（民间贷款）将变化。在资金面改善的背景下，我们不必过分担心供给面冲击，维持中期反弹观点不变。

2. 要闻动态解读

(1) 上海、广东、深圳、浙江四省市地方自主发债。

继前期浙江首个地方自主发债获批后，上周，上海、广东和深圳也获得自主发债资格。

各个试点省市发行政府债券实行年度发行额管理，2011 年度发债规模限额当年有效，不得结转下年。2011 年政府债券期限分为 3 年和 5 年，期限结构为 3 年债券发行额和 5 年债券发行额分别占国务院批准的发债规模的 50%。我们预计这四个省市发债的总规模大约在 400 亿规模之内。

预计地方自主发债资金主要还是用于保障房和政府主导的投资项目之中，部分对冲了由于土地财政收入的减少可能对地方经济建设带来的冲击。我们判断，这是紧缩政策基调下，有针对性的政策微调，对地方的保障房和基建投资利好。

(2) 欧盟峰会进展缓慢，市场期待欧盟态度一致解决银行问题。

欧盟与欧元区领导人 23 日在布鲁塞尔举行峰会。会议主要议题仍是围绕欧债问题以及欧洲银行危机，争取在稳定欧洲银行采取有效措施，以及是否扩大 EFSF 规模问题上获得进展。

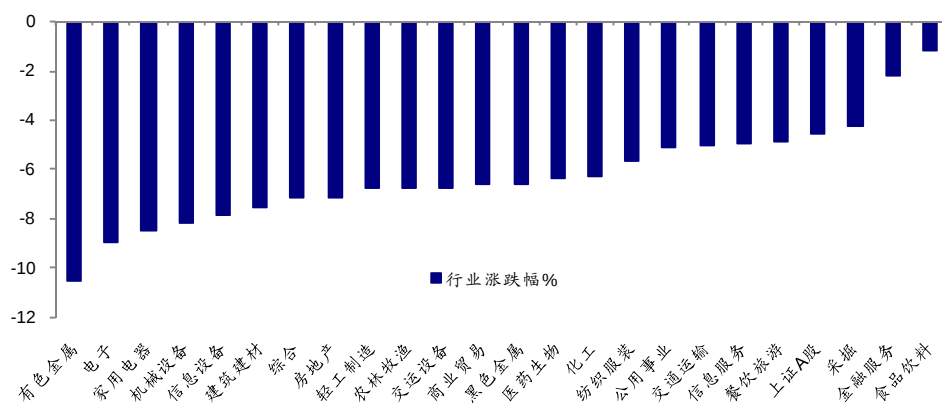
这次会议是否能达到市场预期的决议，主要还看德法两国的态度。焦点主要有两个：其一在于陷入资本安全问题的欧洲银行如何获得新的资本金以达到资本充足率的要求，是依靠自救还是依靠盟友；其二在于是否要扩大 EFSF 的规模。

目前德法两国在上述两个问题上尚存有分歧，特别是对于第一个问题，分歧意见较大。最后如何解决还要关注会议的进一步进展。但是海外市场的反应仍是相对乐观，周末欧美股市都表现出了一定的涨幅。遗憾的是，目前 A 股市场对海外的情绪起伏反应不甚明显，甚至表现出了“跟跌不跟涨”的特点。因而我们判断，海外问题即便缓和也不能成为带动 A 股上涨的主要因素，资金才是关键。

3. 一周市场表现

大盘上周跌幅 4.69%，达到了 6 个月以来单周最大跌幅。行业表现方面，有色金属、电子元器件、机械设备、化工和采掘行业跌幅居前，均在 8% 以上。食品饮料、金融服务行业相对抗跌，跌幅约在 2%。

图 9 一周行业及 A 股涨跌幅表现



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。