

分析师: 王启敢

执业证书编号: S0730512020001

Email: wangqg@ccnew.com

联系电话: 0371-69177232

趋势行情所具备的流动性条件

研究报告-专题研究

发布日期: 2012 年 12 月 13 日 星期四

相关报告:

《经济难言复苏, 股市有望反弹》
——2012 年 11 月 5 日

《朦胧的曙光》
——2012 年 10 月 18 日

《创业板的“危”与“机”》
——2012 年 10 月 11 日

《拐点证伪、趋势未现》
——2012 年 8 月 16 日

《同与不同》
——2012 年 6 月 26 日

《经济低迷、政策给力》
——2012 年 6 月 4 日

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告摘要:

- **趋势行情的流动性条件:** A 股是明显的资金推动型的市场, 那么流动性到底是如何影响市场的运行的呢? 具备什么样的流动性条件才能形成趋势性的行情呢? 从资金对股市的传导关系来看, 应该回答三个问题: 一是整个资本市场的流动性环境到底怎么样, 二是资金是否愿意进入 A 股市场, 三是增量资金相对于股票的供给是否足够的充分。
- **市场整体流动性情况:** 市场的流动性环境主要观察资金价格、资金的结构和新增资金的情况。从资金价格来看, 有明显回落, 但是相对 998 点和 1664 点附近的资金价格明显偏高, 比如: 09 年 4 月份 1 年期银行间拆借利率水平仍为 1.85%, 06 年 10 月份利率水平为 2.95%, 目前仍然在 4% 以上。
- **A 股吸引力有多大:** 如果市场存在较为充裕的流动性, 资金是否进入 A 股市场。首先, 相对于其他金融产品 A 股是否具备吸引力, 从目前信托、银行理财产品的收益率情况来看, A 股吸引力好像并不是特别大。其次就是 A 股市场能否形成比较明显的赚钱效应, 目前市场整体震荡调整, 赚钱效应也是较弱, 所以 A 股市场总体吸引力相对不大。
- **供求关系情况:** 从供求关系来看, 主要是新近资金与股票供给之间的关系。从最近情况来看, 一方面增量资金有限, 另一方面股票供给仍然处于较高水平, 我们看到新股发行压力仍然较大、同时大小非减持的规模并未显著减少
- **风险提示:** 政策不达预期, 经济持续恶化。

目 录

一、市场整体流动性情况	4
1、资金价格	4
2、货币结构情况	4
3、流动性新增情况	5
二、资金是否愿意进入 A 股市场	5
1、A 股是否足够便宜?	6
2、市场是否有赚钱效应?	7
三、市场供求情况	8
四、结论	10
五、风险提示	10
重要声明	11

图 表

图 1: 银行间拆解利率仍处高位	4
图 2: 10 年期国债收益率仍处高位	4
图 3: 目前货币活期化程度较低 (%)	5
图 4: 货币活期化趋势尚不明显 (%)	5
图 5: 贷款余额增速维持低位水平 (%)	5
图 6: 2012 年月度新增外汇占款明显下台阶 (%)	5
图 7: 目前全部 A 股市盈率历史最低	6
图 8: 不同板块之间市盈率差异显著	6
图 9: 新增 A 股账户处于历史低位水平	8
图 10: 证券交易结算资金持续萎缩	8
图 11: 历年股票市场融资情况 (亿元)	9
图 12: 大小非减持情况 (亿元)	9
表 1: 历史上重要低点股价分布情况	7
表 2: 历史上重要低点 PB 分布情况	7

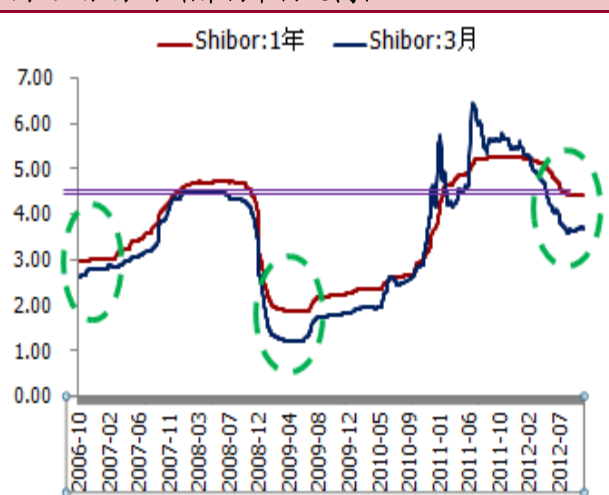
一、市场整体流动性情况

目前来看，市场整体的流动性并不是特别充裕。一是资金价格仍然处于相对高位水平；二是对市场广义货币的结构并未出现非常明确的活期化特征；三是未来影响市场资金变化的外汇占款已经下一台阶，对市场整体的影响偏大。

1、资金价格

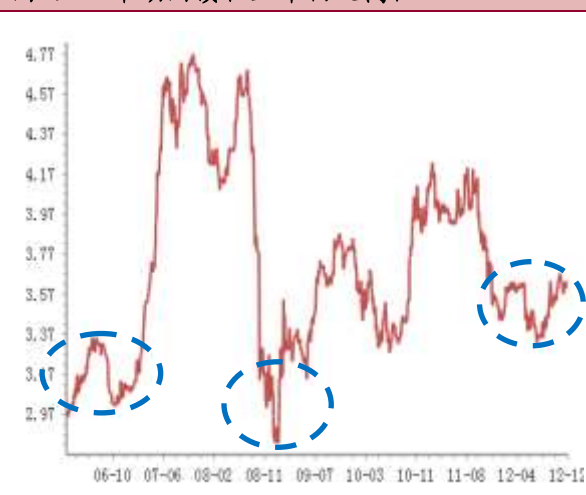
资金价格是反映资金供给、需求关系的重要指标，截至2012年11月22日，银行间拆借利率水平仍然维持高位水平。一年期的利率价格仍然高达4.4%，相比09年4月份1.85%的水平，06年10月份的2.95%的水平仍然显著偏高。10年期国债收益率也反应了类似的问题，特别是最近几个月10年期国债收益率出现了明显反弹。从资金价格来看，目前资金仍然处于紧平衡格局。

图1：银行间拆解利率仍处高位



数据来源：中原证券、同花顺

图2：10年期国债收益率仍处高位

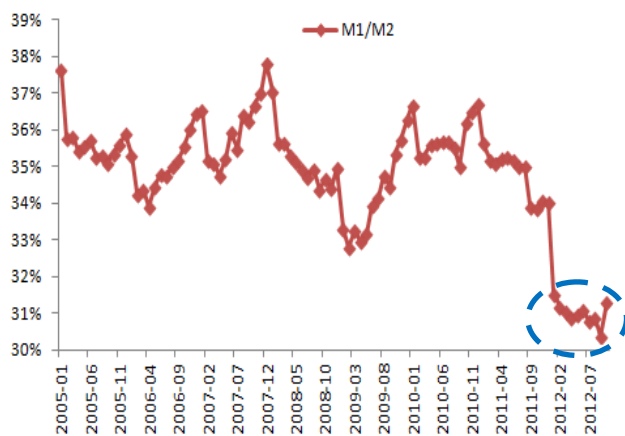


数据来源：中原证券、同花顺

2、货币结构情况

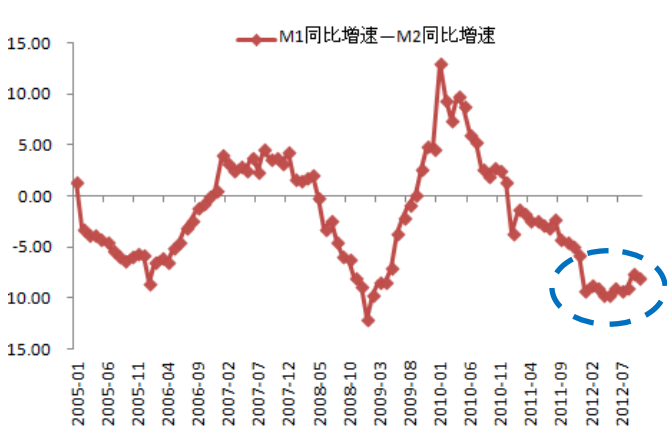
一般来讲，活期存款越多，货币的流动性就越强。从代表货币结构的M1/M2比值来看，截至11月份该指标为31%，显著低于前两次的低点。另外从度量两者变化趋势的M1、M2同比增速之差来看，该数值也是处于历史的较低水平，说明市场的活期化趋势也不太明显。

图3：目前货币活期化程度较低（%）



数据来源：中原证券，同花顺

图4：货币活期化趋势尚不明显（%）

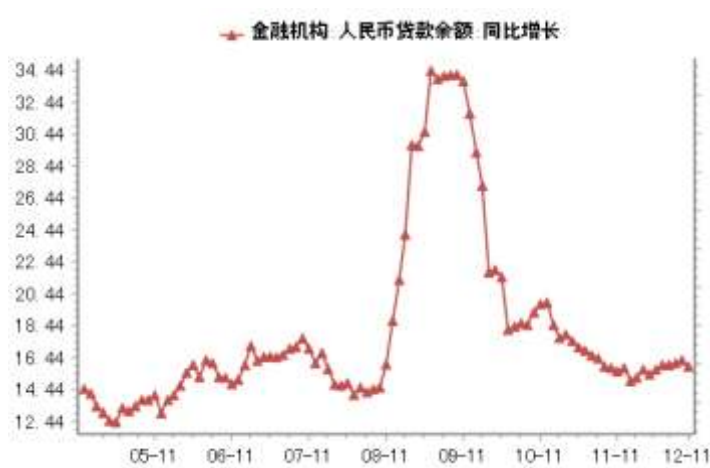


数据来源：中原证券，同花顺

3、流动性新增情况

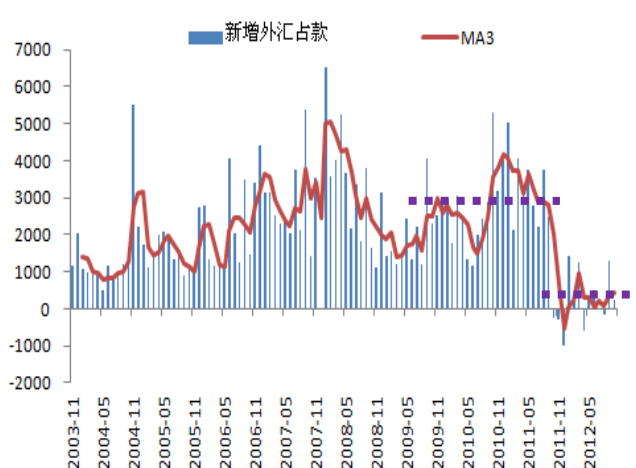
新增的流动性主要来自于新增信贷和外汇占款。从两者的变化趋势来看，新增贷款余额增速虽然有改善迹象，但是整体增速相比06-07年、09年仍然处于较低水平；新增外汇占款受到外需低迷影响，明显下了一个台阶，2012年1-10月月均新增外汇占款434亿元，较去年2011年的2316亿元，下滑幅度高达81%

图5：贷款余额增速维持低位水平（%）



数据来源：中原证券，同花顺

图6：2012年月度新增外汇占款明显下台阶（%）



数据来源：中原证券，同花顺

综合资金价格、流动性结构和新增流动性情况来看，目前整体市场的流动性仍然难言宽松，处于相对的紧平衡格局。

二、资金是否愿意进入A股市场

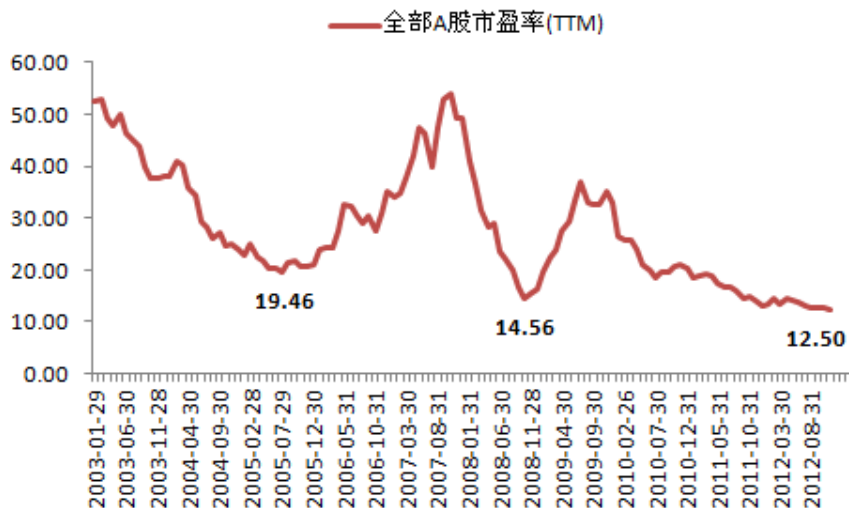
是否有资金愿意进入A股市场，主要是受制于两个方面：一是股价是否

足够便宜，二是A股自身是否具备赚钱效应。如果A股足够便宜，可能会使场外资金基于大类资产的比价效应而买入A股，从而推动股指上行，进而带来赚钱效应，进一步吸引更多资金入场。

1、A股是否足够便宜？

虽然说目前A股市场的整体市盈率和市净率水平，不管是从历史比较还是国际比较来看，均处于较低水平。比如历史比较看，截至2012年11月23日全部A股市盈率水平为12.50倍，显著低于998点（19倍）和1664点（15倍）市盈率。

图7：目前全部A股市盈率历史最低



数据来源：中原证券，同花顺

但是市场内部结构性的差异仍然非常明显，比如：截至2012年12月7日，中小板和创业板动态市盈率水平仍然高达26倍和31倍，相对其业绩增速估值仍然偏高。

图8：不同板块之间市盈率差异显著



数据来源：中原证券，同花顺

另外从个股的相对股价和绝对股价来看，目前股价并非足够便宜。从价格分布看，10元以下的股票占比63%，低于998点的96%和1664点的83%，说明高价股仍然较多。从市净率分布看，目前破净的股票占比7%，低于998点的16%和1664点的15%。

表1：历史上重要低点股价分布情况

股价分布	20050606 (998 点)	20061120 (2017 点)	20081028 (1664 点)	20081117 (2030 点)	20121121 (1949 点)
(0, 5)	69%	52%	59%	46%	24%
(5, 10)	27%	34%	29%	37%	45%
(0, 10)	96%	86%	88%	83%	69%
(10, 15)	3%	8%	7%	11%	18%
(15, 20)	1%	3%	2%	3%	7%
(20, 30)	1%	2%	1%	2%	4%
(30, 50)	0%	1%	1%	1%	2%
(50, +)	0%	0%	0%	0%	0%
(100, +)	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：中原证券，同花顺

表2：历史上重要低点PB分布情况

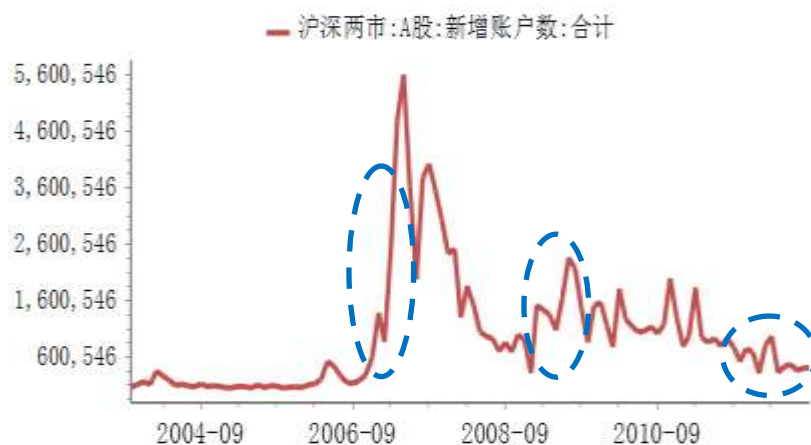
市净率	20050606 (998 点)	20061120 (2017 点)	20081028 (1664 点)	20081117 (2030 点)	20121121 (1995 点)
$(-\infty, 0)$	2%	4%	4%	4%	2%
(0, 1)	13%	5%	11%	4%	5%
破净	16%	9%	15%	7%	7%
(1, 1.5)	30%	19%	26%	18%	22%
(1.5, 2)	25%	20%	23%	23%	24%
(2, 3)	18%	24%	19%	28%	25%
(3, 5)	8%	19%	11%	16%	14%
(5, 10)	3%	7%	4%	6%	6%
(10, +)	1%	2%	2%	2%	2%

数据来源：中原证券，同花顺

2、市场是否有赚钱效应？

市场经历了长达4年的下跌，市场人气受到了很大的影响，交投持续低迷，11月份以来体现的更为明显，沪市日均仅为400亿左右，并在11月26日创出了331亿的新低水平，说明投资者参与交易的热情有较大幅度的下降。另外证券客户保证金数据也进一步验证了这一判断，2012年4月份，证券市场交易结算资金余额近6946亿元，之后一路下行，至11月16日萎缩至5634亿元。

图9：新增A股账户处于历史低位水平



数据来源：中原证券，同花顺

图10：证券交易结算资金持续萎缩



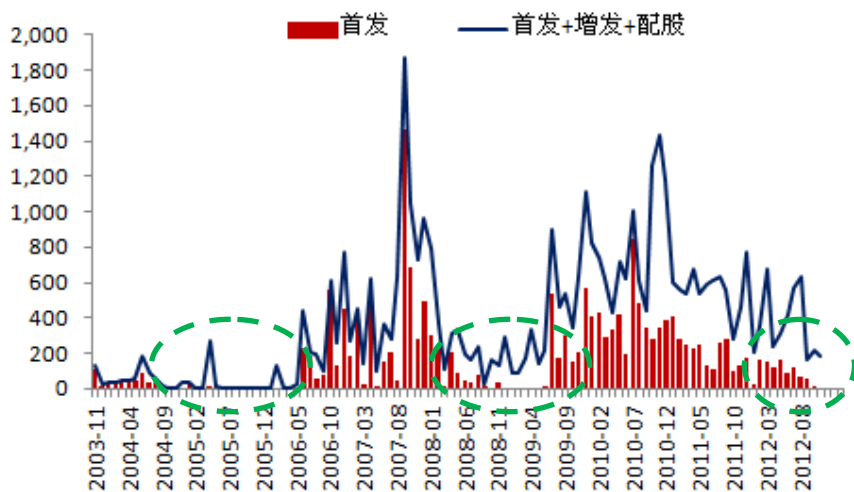
数据来源：中原证券，同花顺

三、市场供求情况

从市场供求来看，目前股票供给有所改善，但是相对于998点和1664点的情况来看，股票供给仍然偏大。从新股发行来看，在05年和08年末均出现了长达数月的暂停新股发行。从首发、增发和配股的总金额来看，也有明显减少，但是持续时间相比前两次略短。

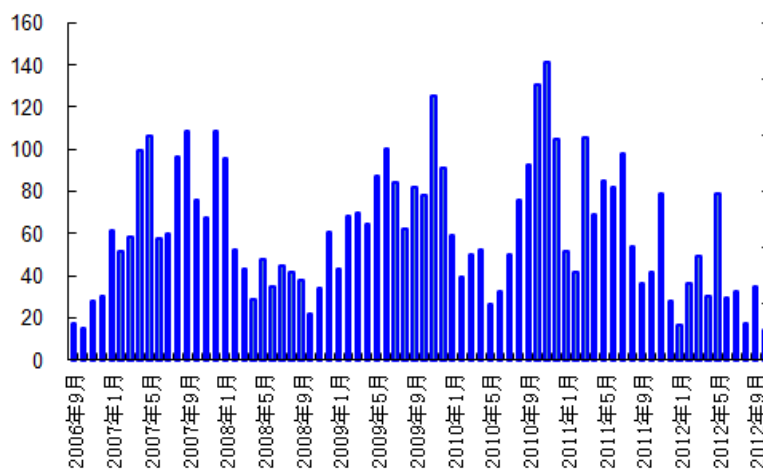
另外从大小非的减持情况来看，目前大小非减持金额也有明显改善，但是近几个月以来月均仍达20亿左右。

图11: 历年股票市场融资情况 (亿元)



数据来源: 同花顺、中原证券

图12: 大小非减持情况 (亿元)



数据来源: 同花顺、中原证券

四、结论

从市场整体的流动性情况、A股市场的吸引力和股票的供求关系来看，虽然这几个方面均有所改善，但是相对与历史大底，仍然有一定的差距，所以目前A股市场大级别的上涨可能难以兑现。

从流动性来看，虽然说目前市场整体的流动性有所改善，但是资金价格仍然处于相对高位水平，说明市场整体的流动性环境并不是特别宽裕。

从大类资产配置来看，A股市场的吸引力有所提升，部分板块和个股估值已经处于历史最低水平，但是市场整体来看，高价股仍然偏多，未来市场分化格局难以避免。

从市场供求关系来看，虽然说A股市场新股停发近三个月，有明显改善，但是排队IPO企业和过而未发公司仍然较多。另外市场环境与06年和08年所不同，目前已经全流通，前期解禁的限售股的不断减持对市场供求也形成了一定的压制。

综合来看，市场大的趋势性行情所需的流动性条件并不具备，未来仍然以结构性机会为主。

五、风险提示

政策不达预期，经济持续恶化。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。