

# 存量资金支持行情继续前行

## ——近期证券市场资金状况分析

- M2 与 M1 形成的差额显著上升,可转化为证券资产的外部资金非常充沛, A 股市场的资金流入还有广阔空间,证券市场长期趋势依然看好。
- 目前,净存量资金约为 8188 亿元,推动市场形成日均交易量达到 3000 亿元以上的交易规模。和 2000 年行情高峰时,日均交易额占存量资金净额的比重基本相当,目前行情处于市场活跃的峰值期。
- 市场浮动股本对于 A 股市值的变化起到了杠杆作用。在政策、资金面因素不变情况下,换手率如保持在 10% 左右,市值仍然可以维持目前水平。
- 从影响市场的短期因素来看,市场需要消化目前面临的各项不利因素。综合而言,在未来三个月内,行情进入盘整格局的概率较大。

□ 东吴证券研究所

### 一、A 股市场外部资金状况分析

在人民币升值和流动性泛滥的大背景下,股权分置改革这一制度性变革带来了 A 股市场的根本性转折,2006 年 5 月至 2007 年 5 月,沪深股市吸引了大量的社会资金。

自 2006 年 5 月以来,广义货币 M2 以平均约 1% 的增长速率不断上升(见图一)。到 2007 年 4 月,已高达 36.77 万亿。M2 与 M1 的增长态势相比,作为狭义货币指标的 M1 的增长幅度在 2007 年 1 月出现相对拐点,呈现下降趋势,而 M2 与 M1 形成的差额显著上升,2007 年 4 月底,居民及企事业单位储蓄存款包括证券客户保证金余额达到了 23.86 万亿。在 A 股赚钱效应刺激下,其中相当一部分资金流入了证券市场。

各项储蓄存款余额(M2-M1)与 A 股流通市值之比可以看出,截至 5 月 31 日,这个比值约为 3.5 倍,国际比较显示,新兴市场的这一指标大都集中在 1 以下,发达国家则更低。目前我国的这一比值很高,相对于偏小的股票市场,中国居民依然具备巨大的购买力。另外,根据中国人民银行统计季度报告,2000 年居民金融资产中,存款与证券的比例是 1:3,而目前这一比例约为 1:4.5,显示存款继续转化为证券资产仍有深厚的基础。

从这一角度看,可转化为证券资产的外部资金非常充沛,A 股市场的资金流入还有广阔空间,证券市场长期趋势依然看好。

### 二、证券市场资金流入与资金流出情况分析

从资金流入态势来看,2006 年 6 月之前,市场流入资金平缓;2006 年 5 月份之后,资金流入加快(见图二)。分析 2006 年 5 月至 2007 年 5 月资金流入情况,A 股市场的流入资金态势明显可以分为两个阶段:2006 年 5 月至 11 月,流入速度加快,月度资金存量为 5200 亿元左右;2006 年 11 月至今,资金流入急剧放大。截至今年 4 月底,存

量资金达到 9800 亿元,5 月底更达到了 11300 亿元的规模。

这一情况和 A 股市场的开户数情况是相吻合的。2006 年 11 月之前,开户数总体呈现平稳增长态势,而自 2006 年 11 月之后,两市开户数急速增加,数据显示的增长斜率急剧变陡(见图三),这一特点也反映在流通市值的变化上。因此,从资金推动角度来看,2006 年 11 月的市场发展成为本轮行情的分水岭。2006 年 11 月之前,行情性质可以认为是价值回归的恢复行情;2006 年 11 月至今,市场发展属于典型的资金推动性行情。

结合资金流出因素分析,主要有三大因素:市场筹资因素、印花税及交易佣金。我们主要从今年 1 至 5 月份的情况来看,今年以来,市场融出资金总额为 2024.31 亿元;印花税和佣金因素融出资金为 1088 亿元(来自中国证券业协会),合计年内流出资金总额为 3112 亿元。结合 5 月底流入市场资金总量为 11300 亿元的水平,综合来看,市场存量资金余额仍高达 8188 亿元。

我们认为,正是这 8188 亿元的净存量资金使日均交易量达到目前近 3000 亿元的交易规

模。反过来说,目前日均交易额 3000 亿元的水平只占到了市场净存量资金的 40%,和 2000 年行情高峰时,日均交易额占存量资金净额为 42% 的水平基本相当。这一比较说明,目前行情处于市场活跃的峰值期。

如果市场按照这一惯性趋势,没有外因作用,A 股市场成交量的发展极有可能越过 5000 点。

### 三、A 股流通市值变化态势分析

和资金急剧流入的增长曲线相似,A 股流通市值的变化也呈两阶段特征。2006 年 11 月之前,流通市值逐步攀升;2006 年 11 月之后,流通市值增长曲线急剧变陡。5 月底,两市流通市值总额为 5.81 万亿元,A 股总市值一度超过 18 万亿。

结合前述流入资金状况的分析,目前的市况是:8188 亿元的净存量资金,其中活跃资金为三成左右,在综合因素作用下,推动了流通市值从去年 5 月以来的 1.2 万亿上升到目前的 5.81 万亿,流通市值增加了 4.8 倍。从实质性交易因素分析,市场的浮动股本价格的不断提高为流通市值乃至整个 A 股市值的大幅

上升奠定了基础。因此可以说,市场浮动股本对于 A 股市值的变化起到了杠杆作用。

在 2007 年前 4 个月中,两市 A 股已平均换手 4 次左右。其中上证 A 股换手率为 392.29%,深证 A 股换手率 437.22%;5 月份市场换手率超过 100% 的股票超过了 950 只,占比达到 68%;目前 A 股市场的日均换手率约为 8%(见图四)。换手率指标说明了市场浮动股本的交易变化情况。分析换手率情况的前提是基于市场经验,上行行情换手率增加,市值提高,下跌则相反。

我们假设 A 股日均可流动股本换手率分别达到 10% 和 20% 的情况,那么 A 股成交额将分别达到 5323.5 亿元和 10647 亿元。5 月末实际流通市值已达到 58091 亿元,因此可以看出,如果达到 10% 的市场换手率,在政策、资金面因素不变情况下,市场仍然可以承受。而要超过 15% 的换手率或更高,则需要更多增量资金的进入。从这一角度看,如果没有特殊因素影响,行情发展仍有进一步前行的基础。

### 四、短期内影响 A 股市场变化的资金面因素分析

(1) 调升印花税率因素  
前期出台的上调印花税率政策直接作用于 A 股市场资金的供给。按照目前 A 股日均成交额 3500(不含权证)亿元计算,印花税率和佣金两项合计约达到 38.5 亿元,月度流出资金为 770 亿元。如果考虑到上市公司融资因素,市场每月净流入资金要超过 1000 亿元才能维持目前的市场格局。而从 4 月、5 月份的资金流入情况看,月度分别新增入市资金为 1450 亿元左右,后续资金情况需要进一步考察。

市场如果持续放量,换手率提升,市场资金消耗加剧,换手率走低,则市场难以维持上涨态势。因此,最有可能的行情发展将是进入盘整格局。  
(2) 6 月份非流通股解禁因素  
数据统计显示,6 月份限售股解禁涉及的上市公司有 110 家,解禁的限售流通股数量为 525.42 亿股,参考 5 月 31 日收盘价,市值将达 3910 亿元。这是股改以来,大小非解禁市值单月最高水平。

保守估计,如果未来两个月解禁股份的减持幅度为 3%,那么,在目前的市况下将消耗市场资金约为 120 亿;如果减持幅度为 5%,消耗资金约为 200 亿元,而这只是 6 月份解禁股份的粗略统计。因此,我们认为,这也是制约市场短期表现的又一重要因素。  
两项因素综合考察,未来三个月市场将面临较大的考验,市场需要消化目前面临的政策和政策面的不利因素。同时,还要进一步考察市场资金流入情况。综合而言,行情进入盘整格局的概率较大。

(1) 调升印花税率因素  
前期出台的上调印花税率政策直接作用于 A 股市场资金的供给。按照目前 A 股日均成交额 3500(不含权证)亿元计算,印花税率和佣金两项合计约达到 38.5 亿元,月度流出资金为 770 亿元。如果考虑到上市公司融资因素,市场每月净流入资金要超过 1000 亿元才能维持目前的市场格局。而从 4 月、5 月份的资金流入情况看,月度分别新增入市资金为 1450 亿元左右,后续资金情况需要进一步考察。

市场如果持续放量,换手率提升,市场资金消耗加剧,换手率走低,则市场难以维持上涨态势。因此,最有可能的行情发展将是进入盘整格局。

(2) 6 月份非流通股解禁因素  
数据统计显示,6 月份限售股解禁涉及的上市公司有 110 家,解禁的限售流通股数量为 525.42 亿股,参考 5 月 31 日收盘价,市值将达 3910 亿元。这是股改以来,大小非解禁市值单月最高水平。  
保守估计,如果未来两个月解禁股份的减持幅度为 3%,那么,在目前的市况下将消耗市场资金约为 120 亿;如果减持幅度为 5%,消耗资金约为 200 亿元,而这只是 6 月份解禁股份的粗略统计。因此,我们认为,这也是制约市场短期表现的又一重要因素。

两项因素综合考察,未来三个月市场将面临较大的考验,市场需要消化目前面临的政策和政策面的不利因素。同时,还要进一步考察市场资金流入情况。综合而言,行情进入盘整格局的概率较大。

### ■ 信息评述

#### 5 月份贸易顺差攀升至 224.5 亿美元

海关统计显示,5 月份当月我国进出口总值 1656.5 亿美元,增长 24.4%。其中,出口 940.5 亿美元,增长 28.7%,增速比前 4 个月加快 1.2 个百分点;进口 716 亿美元,增长 19.1%,与前 4 个月的增幅持平。

#### 天相投顾:

我们认为顺差高于市场预期,短期因素是企业出口税率调整之前存在突击出口行为。另外,由于 6 月份一些消费品还会降低进口关税,因此也可能有部分企业延缓了进口,造成 5 月份进口增速下降。但是,需要指出的是,我们认为我国顺差持续大幅攀升更为深层次的原因是全球经济的快速增长以及我国外贸结构的不断升级。

从近期的外贸形势来看,2007 年全年顺差超过 2000 亿美元基本没有悬念,我们预测这一

#### 安信证券:

尽管海关总署尚未公布 5 月份具体的细项数据,然而从一些零碎的证据来看,4 月份出口增速的回升可能在一定程度上与钢铁等产品出口退税政策调整有关。5 月份大幅的贸易顺差显示

#### 齐鲁证券:

今年前五个月贸易顺差累计已接近去年全年顺差的一半左右,我们可以看出,我国贸易顺差增长的趋势短期内难以改变。  
采取降低出口退税率和增收出口关税的措施从 6 月 1 日

#### 中金公司:

2006 年下半年以来,中国经济和出口的强劲增长与美国经济的放缓形成强烈对比。显示美国经济放缓对中国的冲击小于人们的预期。美国国会可能出台更多抑制中国出口的措施,人民币将加

#### 申银万国:

5 月份贸易顺差创年内新高,这主要是在进口增长持平出口有所加快的情况下实现的。贸易顺差扩大的主要原因有二:一上半年以来人民币有效汇率升值有限;二部分企业应对政府 6 月 1 日调整出口退税政策而提前出口和推迟进口。后续趋势看,我们预计人民币有效汇率升值会适度加快,进出口结构调整带来的影响

#### 平安证券:

出口的持续大幅度增长应与企业预期出口政策调整而集中出口有关。我们认为,在当前进出口形势下,政策面可能出现的变化有:

数据可能会达到 2400 亿美元,贸易失衡将会加剧。在此情况下,政府还是有可能继续加征包括钢铁等原材料产品的出口关税,同时为拉动进口降低部分消费品进口税率。我们认为相关政策对于国内经济以及相关产业的影响有以下方面:1、为增加进口,今年下半年政府仍有可能对食品、建材、家电等产品进一步降低进口税率,这将丰富国内市场,促进居民消费增长。2、在前期政府连续对一些资源类、原材料类产品出口税率调整之后,相应产品的价格可能会面临波动加大的情况。

我国储蓄过剩的局面在继续发展,资产重估的长期趋势并未变化。然而需要强调的是,伴随信贷增长率的减速,市场中期调整难以避免,其中值得密切关注的是,指标的波动是最近几个月的信贷投放情况。

起实施,导致许多企业在 5 月份突击出口,是造成贸易顺差攀升的重要原因。随着政策进入实施期,我们认为下半年相关数据会有所回落,投资者应关注其对于相关行业公司及人民币汇率所产生的影响。

速升值。为应对可能出现的贸易摩擦,人民币将加速升值,全年升值幅度达 6%。中国可能于近期内在更广范围内降低出口退税率,下调出口退税的产品将不仅局限于高能耗、高污染、资源性产品,而扩展到较多低附加值产品上。

也将逐渐显现,预计下半年贸易顺差增长放缓,但全年贸易顺差依然要高于去年全年。

从市场影响来看,6 月 1 日起加征 142 项产品的出口税率,出口暂定税率从 5% 到 15% 不等,对“两高一资”产品出口带来的结构影响更值得关注,主要包括部分钢材、煤焦油、天然石墨、稀土金属、精炼铝、焦炭、钢坯、钢锭等。

(1) 出口退税下调、取消或加征和提高出口税所涉及的商品面将会扩大,甚至有可能对一些产品实施出口配额;(2) 加速进口;(3) 货币政策继续调整,利用常规工具收缩流动性。

#### 5 月份工业品出厂价格同比上涨 2.8%

5 月份,工业品出厂价格同比上涨 2.8%,原材料、燃料、动力购进价格上涨 3.6%,生活资料出厂价格同比上涨 2.4%。

#### 东方证券:

原油价格下降,采掘业和生活资料价格涨幅较小从而成为主要带动 PPI 走低的因素。PPI 走势延续了从 2004 年高位逐步回落

#### 国信证券:

工业品出厂价格自 2004 年连续走低以来,反弹一直无力,两年多时间以来一直持续在低水平徘徊,但是 PPI 有望逐渐在粮食价格上涨带动下走出低谷。目前生产资料和生活资料价格走势冰火两重天,生产资料价格指数基本上与 PPI 的走势保持一致,但是生活资料价格指数在粮食价格上涨带动下逐步走高,也正是

#### 招商证券:

5 月份 PPI 环比折年率上涨 2.7%,涨幅较 4 月份略有回落,但三个月累计涨幅持续提高;原材料价格环比折年率大幅上涨超过 7.0%,涨幅很大的部分原因是 4 月份异常偏低。总体看,两个价格指数变动反映出当前工业品价格上涨的压力还是比较大的,

#### 光大证券:

5 月份 PPI 指标已降低了短期内央行通过提高利率来紧缩经济的概率,而由于 5 月份 CPI 指标没有超出事先预期的 3.5%,那么我们认为在最近两周央行加息的概率较小。但由于前期加息对

的态势,当前的物价走势与 2006 年正好相反,CPI 不断攀升,而 PPI 逐步走低,说明了来自上游的价格压力较小,食品类价格主导的 CPI 走势的格局没有变化。

PPI 一直在低位持续徘徊的主要原因。但是粮食价格的持续上扬阻止了 PPI 的进一步下滑,5 月份生活资料出厂价格同比上涨 2.4%,继续上扬,高于 4 月的 2.1%。

我们一直认为我国的制造业是处于通缩状态,上游产品的涨价,由于市场竞争以及生产能力的巨大,导致很难转移到终端产品上来,但是粮食价格的持续上扬封杀了 PPI 的下跌空间。

因为在当前产出高出潜在水平的背景下,信贷和投资扩张对物价上扬的拉动是比较明显的。由于肉价上扬超预期,我们对加息的时间预期有所提前。另外,如果 5 月份贷款和投资增速超过预期,6 月份加息的可能性还是比较大的,采用的方式和 5 月份相同,或者提高存款利率 27BP。

## 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007 年 6 月 11 日)

股票代码	股票简称	近 3 月预测数	最新预测时间	2007E 净利同比 (%)	2 年复合增长率 (%)	2006 年 PE/G	2007 年一致预期			2008 年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
000815	美利纸业	6	5-22	200.46	133.41	0.544	0.47	29.858	2.717	0.827	16.956	2.367
600725	云维股份	6	5-22	118.49	127.07	0.407	0.421	44.983	5.99	0.993	19.053	4.905
600522	中天科技	13	5-28	221.52	110.92	0.827	0.406	27.911	4.341	0.558	20.293	3.605
600325	华发股份	14	5-30	139.09	108.31	0.697	1.072	33.135	5.588	1.829	19.421	4.296
000949	新乡化纤	6	5-31	258.32	98.74	0.878	0.569	23.033	4.051	0.609	21.513	3.42
600104	上海汽车	27	6-1	225.18	94.19	0.727	0.703	21.091	2.662	0.818	18.14	2.323
000807	云铝股份	4	6-4	141.75	74.62	0.63	0.866	18.078	9.518	1.094	14.32	11.314
600087	南京水运	10	6-4	39.98	70.53	0.686	0.372	39.634	4.733	0.692	21.308	3.938
600282	南钢股份	5	6-5	112.80	66.96	0.507	0.885	15.409	3.228	1.16	11.763	2.838
002067	景兴纸业	6	5-24	75.57	64.77	0.893	0.342	34.141	4.673	0.523	22.336	4.226
000612	焦作万方	9	5-30	150.24	64.08	0.799	1.446	18.494	8.105	1.537	17.403	5.693
600240	华业地产	4	5-9	68.16	58.20	0.831	0.498	33.129	6.513	0.742	22.528	5.039
000878	云南铜业	12	6-6	81.70	57.95	0.666	1.688	20.384	5.575	2.439	14.047	4.073
000001	S 深发展 A	26	5-25	60.35	53.54	0.8	1.037	27.664	6.471	1.496	19.177	4.839
000825	太钢不锈	18	5-22	103.16	53.47	0.617	1.424	15.523	4.655	1.651	13.388	3.762
600188	兖州煤业	17	5-31	66.00	48.34	0.895	0.588	24.822	3.49	0.765	19.084	2.975
601166	兴业银行	18	5-17	47.13	45.31	0.828	1.105	25.198	3.973	1.601	17.385	3.464
600001	邯郸钢铁	5	5-18	55.46	43.81	0.527	0.494	14.851	1.633	0.656	11.166	1.425
600005	武钢股份	31	6-7	59.13	42.23	0.523	0.816	13.316	3.046	1.048	10.362	2.36

说明: 1) “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出 A 股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及

PE/G 来进行筛选。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近 3 个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本样本 2006 年初筛选的股票池在 2006 年度全年收益超过大盘 70% 以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞,各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致

预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。  
(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)