

第六章 市场供求分析

市场供求分析研究的就是市场中资金和筹码的关系,理论上,了解了资金和筹码的配比,可以很清楚的了解价格的波动趋势,不过很遗憾的是,目前资金和筹码的研究只能静态分析或者局部动态分析,而我们都知市场是动态运行的,因此,市场供求分析目前来讲只能作为投资决策的重要的参考依据。

有三种角度分析和度量市场供求,一个角度是从资金面分析,一个角度是从股票供给面分析,另外一个是从市场价量统计中洞察市场供求。不同角度分别对应不同的观察指标。

股票市场对外的资金连通渠道,也就是社会资金与股市资金的连通渠道主要有三条:

- 1、居民和企业存款直接流入或流出股市;
- 2、居民和企业存款通过购买基金和保险间接流入和流出股市;
- 3、实业从股市抽离资金。

根据这三条连通渠道,我们可以把全部 A 股的参与者分为三大类:实业大股东、金融机构股东和中小股东,根据 2010 年一季报,我们汇总得到当前三类参与者在 A 股中持股占比如下:(实业大股东持股我们采取前十大股东剔除金融机构来汇总估算,由于到 10 年末流通股占比超过 85%,我们在此不考虑限售股和解禁股差别)。

图 6.1: 持股数量占比

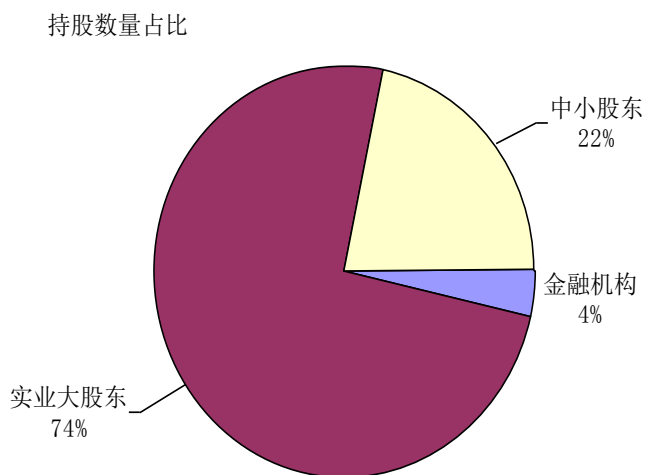


图 6.2: 持股市值占比

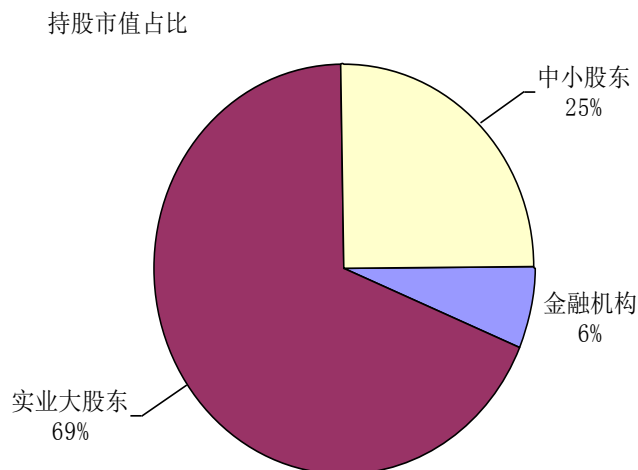
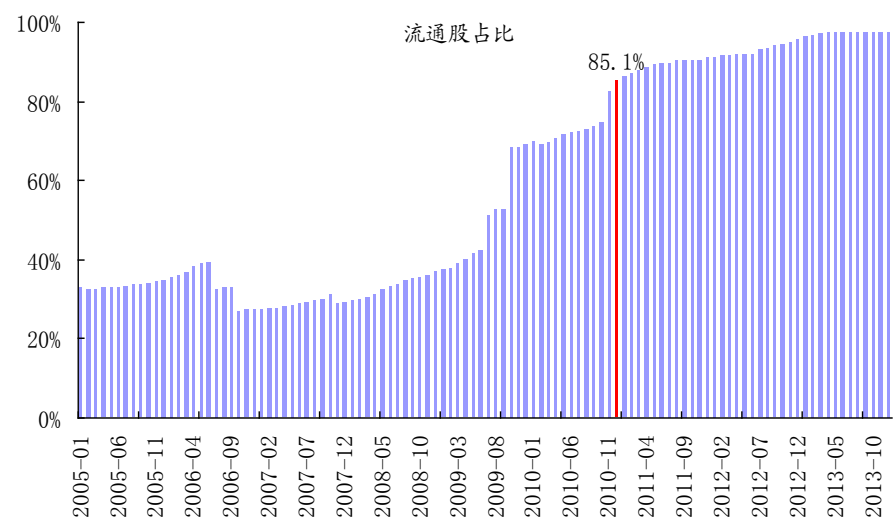


图 6.3: 全流通的过程



1、股票供给

实业大股东主要是从股市抽离资金，虽然实业大股东占据了 A 股市场绝对的话语权，但由于大部分时候它们为了保持控股比例，并不会频繁增减持股票，因此它们对 A 股资金面的影响并不像想象中那么大，具体来说，他们抽离资金的方式主要有三种：IPO、再融资和净减持（增持）。

IPO 融资与大盘指数有一定相关性，但是很难说清楚因果性。不过，从已发生的事实，可以得到很重要的结论，比如我在写 2009 年第四季度策略报告时认为：“截止 9 月份，09 年融资（包括 IPO、增发、配股）额为 2842 亿元，相比 2006 年的 2677 亿，2007 年的 7985 亿，2008 年的 3516 亿来看，融资额相对并不大，不过，考虑到 2009 年的大规模融资从 6 月份开始，按照这个速度计算，2010 年的融资额或许将超过 2007 年的融资额。市场的供给不能消灭牛市，但是可以有效遏制泡沫出现。因此，我们预计未来两年 A 股估值站在历史平均市盈率水平之上是非常困难的”。而年初从政府工作报告那里，又得出重要的信息。2010 年是“融资年”。

图 6.4: IPO 募集资金与上证指数

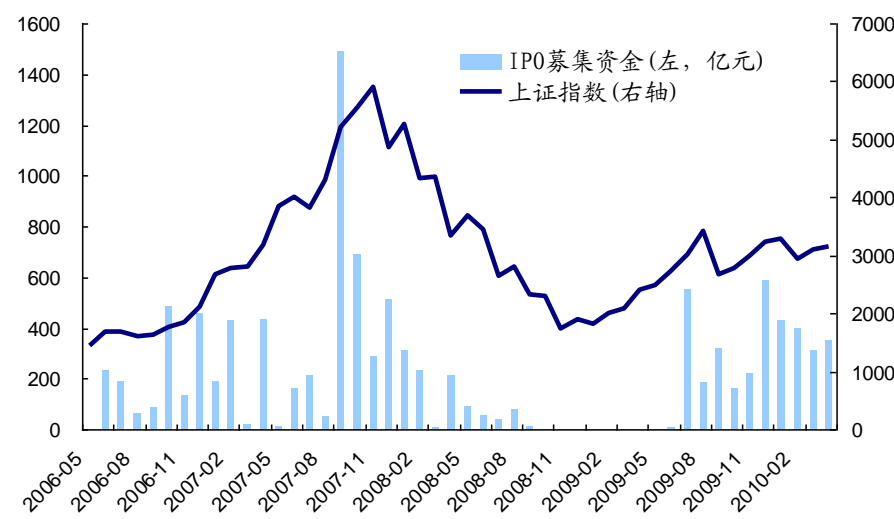
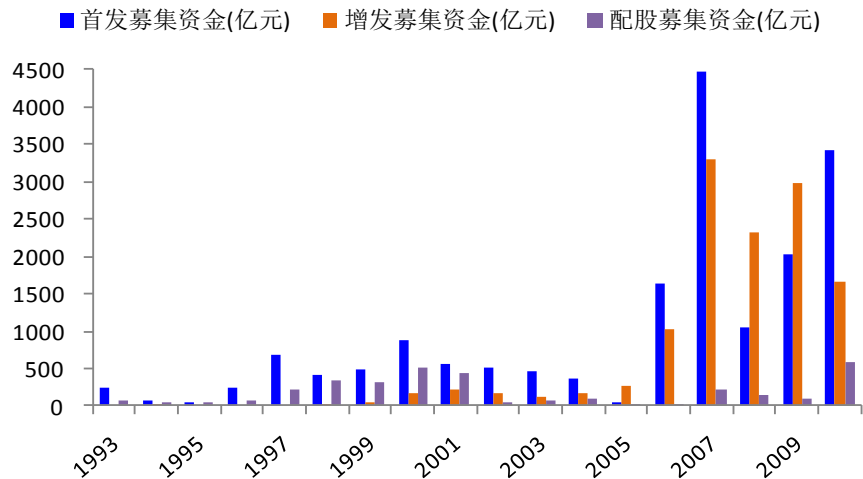
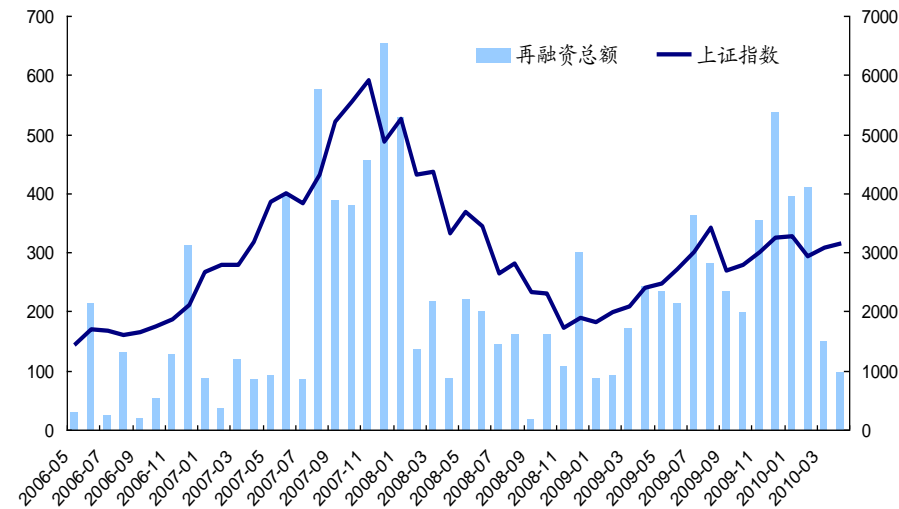


图 6.5: 历年的融资和再融资总额



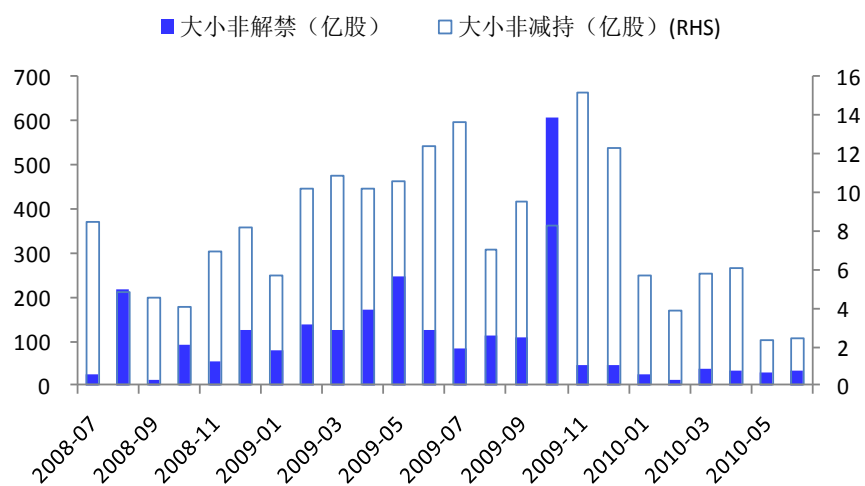
再融资包括公开增发、定向增发和配股三种方式，一般来说对再融资是整体考虑，2009年7月到2010年4月，大盘都在3000点附近盘整，期间月均再融资额在300亿元左右，根据各种已经公布的再融资方案以及测算。我们预计2010年剩下的时间大盘的盘整中枢要下一个台阶，对应月均再融资额下降到250亿元左右，算下来2010年再融资尚需资金2000亿元左右。

图 6.6: 再融资与上证指数



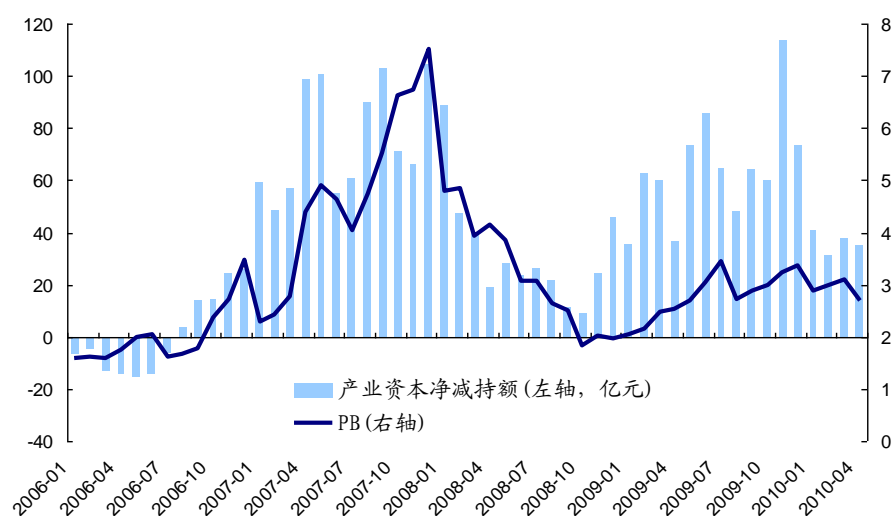
实业大股东有锁定期，因此有必要关注其每月解禁情况，至少这会带来心理上的影响。

图 6.7: 大小非月度解禁和减持情况



实业大股东需要控股权，同时对市场估值有评价，一般认为股价偏高时会有减持行为，认为股价偏低时有增持行为，历史统计数据显示，当全部 A 股 PB 值在 2 倍左右时，增减持金额大致平衡，高于 2 倍 PB，减持额度大于增持额，从 09 年 7 月至 2010 年 5 月，A 股 PB 值在 3 倍附近波动，产业资本月均净减持额约为 50 亿元左右，我们假设 2010 年内剩余时间 A 股 PB 值中枢下降到 2.5 倍左右，对应净减持额下降到每月 30 亿元，则年内实业资本减持将给市场带来 240 亿元左右资金压力。

图 6.8: 产业资本净减持额



对于两个比值指标也值得长期关注，一个是年度融资占股票市值的比例，一个是年度沪深市值占 GDP 比重。

图 6.9: 融资占市值比例

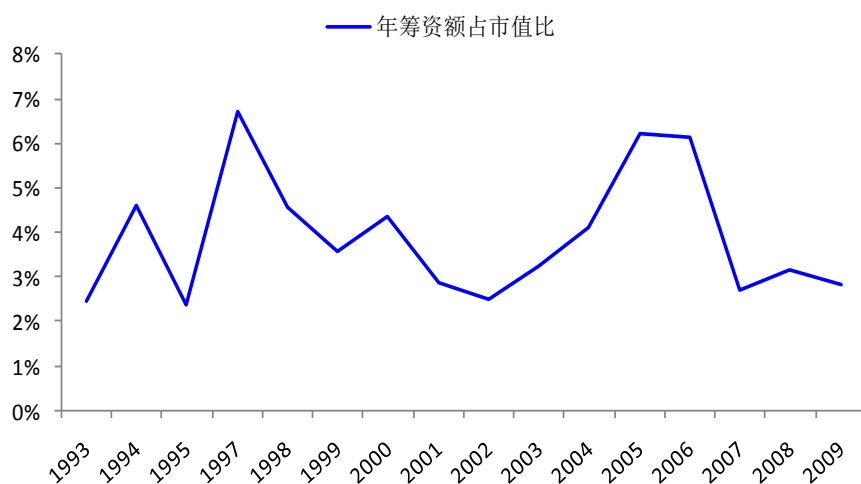
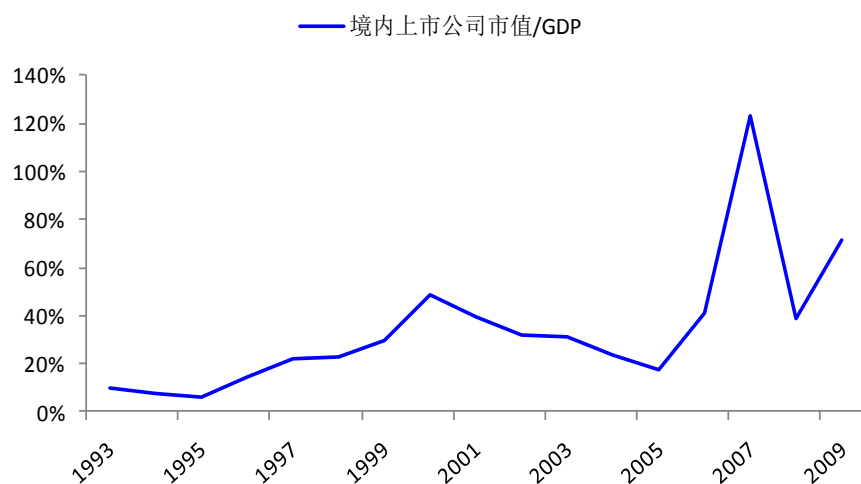


图 6.10: 市值比 GDP 比例



对于市场供给的短期因素，每周新股上市情况以及每周新股发行情况，甚至是证监会网站上每日新股招股意向书数量多寡都是值得关注的短期动量指标。

2、资金供给

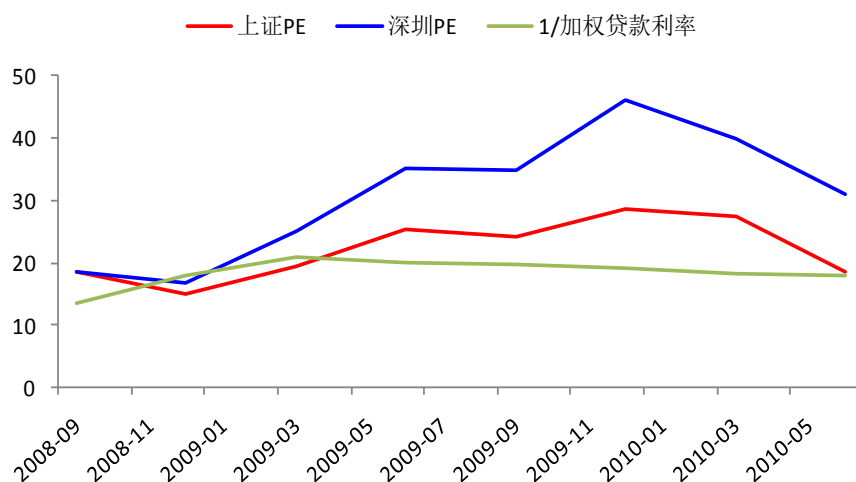
股市资金供给进入股市的意愿应该取决于三方面，1、股票市场有赚钱效应，比如 2007 年年初；2、股票市场具有较高分红收益率，比如，即使采用较乐观的分红预计，2010 年的 A 股的分红收益率也并不具备较大吸引力；3、股票资产相对其他资产的收益率具有较大优势，2010 年 6 月来看，股票市场的收益率整体仍然不具有优势。

表 6.2: 分红收益率测算

	全部 A 股 分红增速	上证 A 股 分红增速	深圳 A 股 分红增速	全部 A 股 分红金额 (亿元)	上证 A 股 分红金额 (亿元)	深圳 A 股 分红金额 (亿元)
2005				795.2326	603.5395	191.6932
2006	65.20%	72.30%	42.80%	1313.559	1039.808	273.7505
2007	116.80%	139.80%	29.40%	2847.572	2493.467	354.1057
2008	20.10%	24.90%	-13.80%	3418.527	3113.262	305.2643

2009	13.80%	11.70%	35.40%	3890.08	3476.682	413.3984
2010E	30.57%	30.00%	35.40%	5079.428	4519.687	559.7414
2010年4月30日总市值				267388.1	204289.1	63098.97
2010年预期分红收益率				1.90%	2.21%	0.89%

图 6.11: 相对来说, 在 2010 年 6 月份, 股票市场收益率吸引力还不足够高

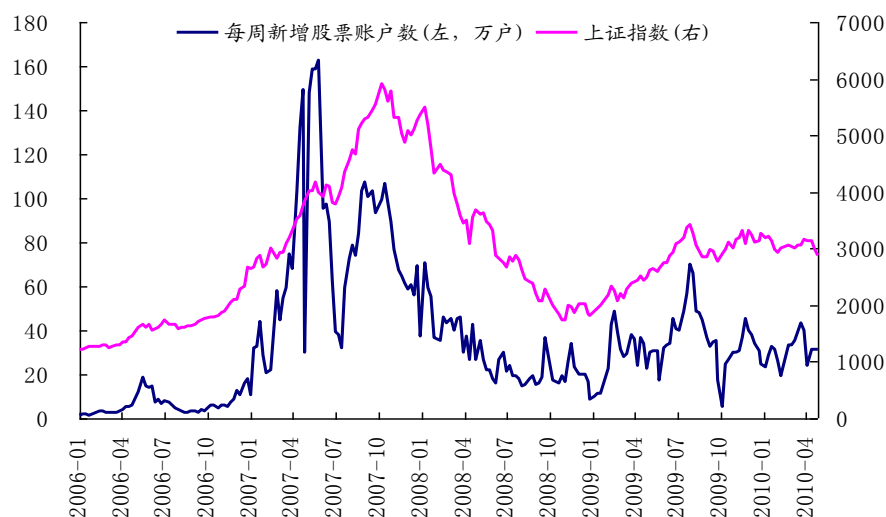


证券市场的四类参与者主要包括个人投资者、企业、证券保险机构和基金。



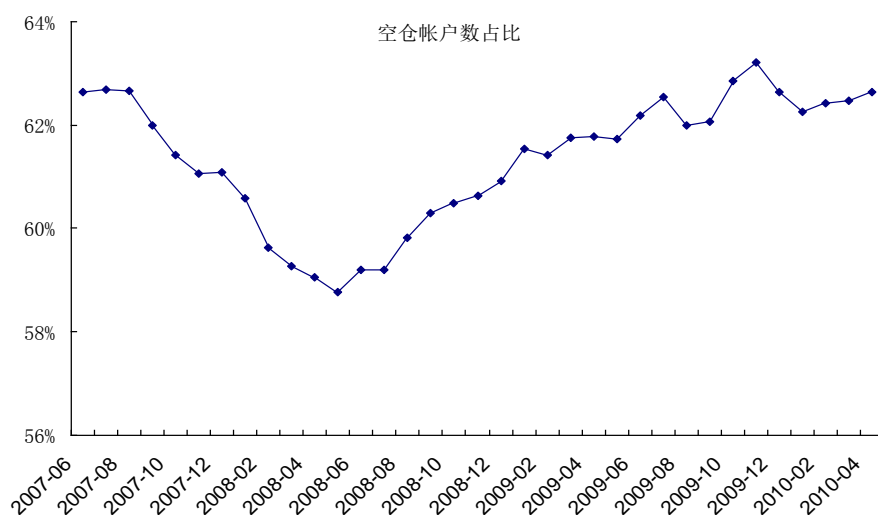
中小股东虽然从持股数量上看在 A 股市场并不是主导, 但他们是交易最为活跃的一个群体, 且由于金融机构的资金也主要来自于他们, 因此他们的资金流入与流出对整个股市资金面有重大影响。反映他们行为的较为敏感的指标是新增股票开户数, 该数据是周数据, 具有较高的及时性。从 2008 年底至 2010 年 4 月底, 该指标虽然有所起伏, 但中轴基本保持在每周新增开户 30 万户左右的水平。

图 6.12: 每周新增股票账户数



但是并非每个新增帐户都能带来资金流入，空仓帐户很多，比如根据 2009 年数据，约有 62% 的帐户是空仓，因此每周新增 30 万开户数中的有效开户数只有 18.6 万户左右。

图 6.13: 空仓账户占比（月度数据）



根据另一组数据，我们可以估算出单个帐户的资金余额，下表对“帐户平均流通市值”的估计，我们采用各个流通市值统计区间的中值进行计算，如 1-10 万，我们采用 5.5 万代替，100—500 万，我们采用 300 万代替，再用其对应的占比加权，计算得出平均单个帐户的持仓市值在 10~12 万之间，我们假定为 11 万，这样算来每周新开户数带来的资金流入大约为 18.6 万户×11 万=200 亿元左右。

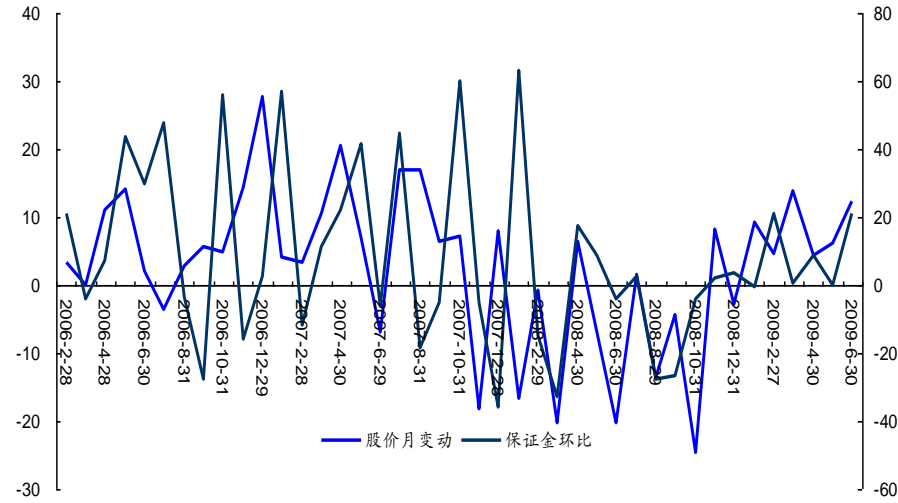
表 6.3: 自然人账户持仓分析

	2009-06	2009-09	2009-12	2010-03
自然人账户数占比:A 股流通市值:1 万以下	35.02%	35.88%	31.15%	30.55%
自然人账户数占比:A 股流通市值:1-10 万	51.19%	50.68%	52.32%	52.43%
自然人账户数占比:A 股流通市值:10-50 万	11.67%	11.40%	13.76%	14.14%
自然人账户数占比:A 股流通市值:50-100 万	1.29%	1.25%	1.66%	1.73%
自然人账户数占比:A 股流通市值:100-500 万	0.75%	0.72%	0.99%	1.03%

自然人账户数占比:A 股流通市值:500-1000 万	0.05%	0.05%	0.07%	0.08%
自然人账户数占比:A 股流通市值:1000 万以上	0.03%	0.02%	0.04%	0.04%
帐户平均流通市值(万元)	10.68	10.26	12.70	13.07
持仓帐户数(万户)	4752.34	4954.65	5012.88	5177.05
持仓总市值(亿元)	50774.25	50831.25	63670.37	67642.78

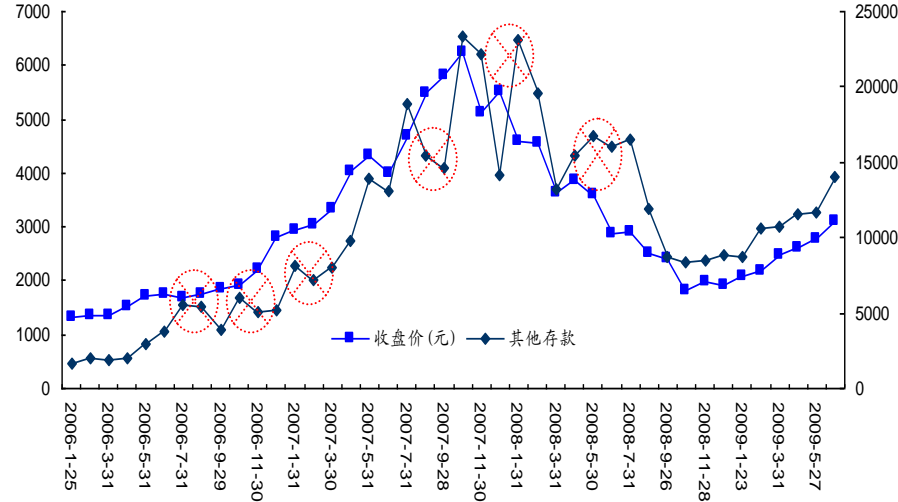
另外观察投资者资金状况的一个指标是证券保证金。不过该指标实际上用处不大。我们统计了 06 年 1 月到 09 年 6 月的上证指数涨跌与保证金月环比数值，用 EVIEWS 进行格兰杰因果检验，发现股价与保证金的一阶差分具有协整关系，表明两者具有长期的稳定关系；检验结果为股价在滞后 1-7 阶均是保证金变动的原因；而保证金变动不是股价变动的原因。

图 6.14: 上证 A 股指数涨跌幅与保证金月环比变化



另一方面，我们从两者之间的直观图观察：从 06 年 9 月到 09 年 6 月资金对行情出现了 6 次错判，从资金与股价的变动关系看，在牛市阶段出现了四次谨慎性判断，从时间看，均发生在季度末，表明存在存款等流动资金流入股市的可能。在熊市阶段出现了 2 次乐观。综合以上两方面分析，我们可以明显地发现：股价变动预期是原因，而保证金变化是现象；而另一方面保证金的变化也出现了对股价趋势的误判。

图 6.15: 上证 A 股指数和其他存款额（证券公司客户保证金）



另外，观察每周参与交易的账户和持仓账户，对于短期动量交易或有帮助。

图 6.16: 每周参与交易的投资者账户占比

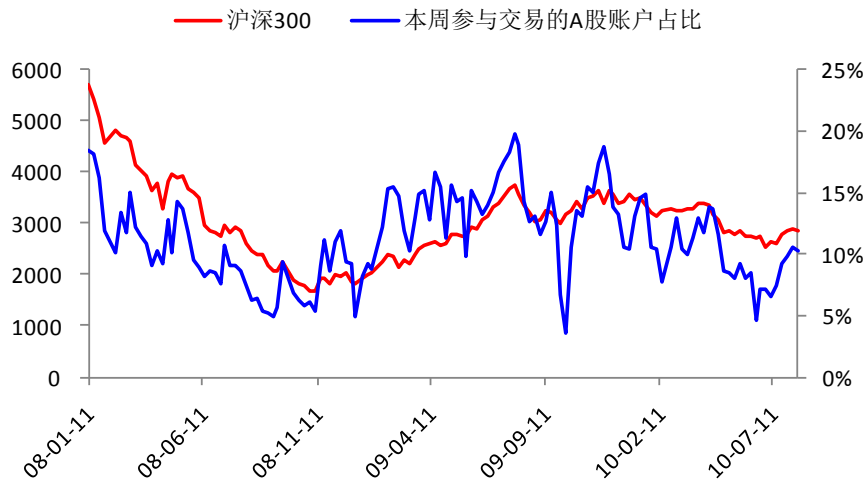
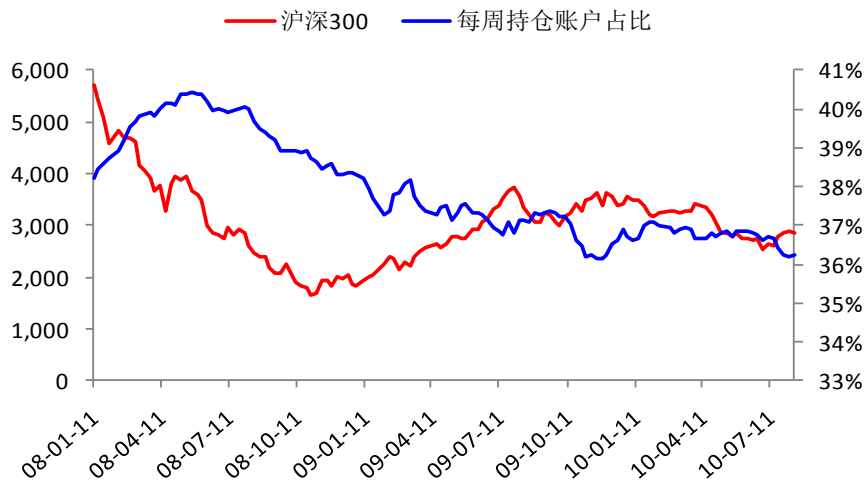


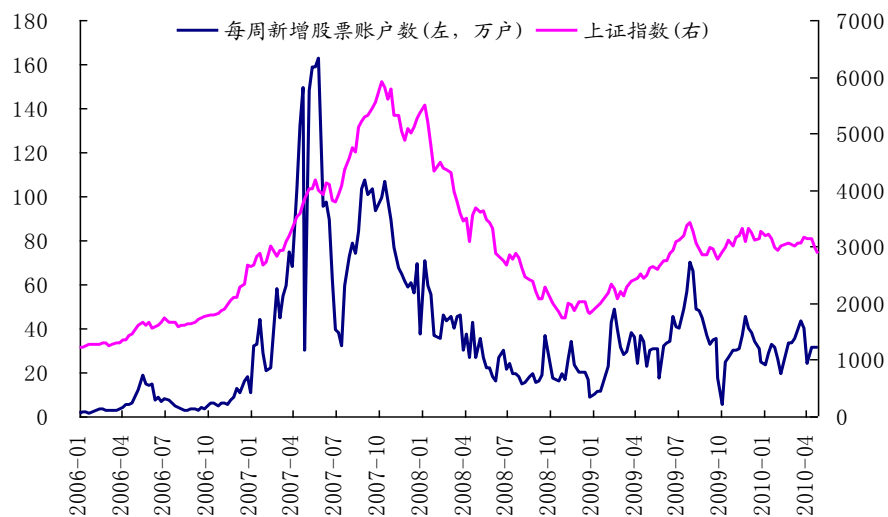
图 6.17: 每周持仓账户占比



金融机构虽然是股市三类参与者中权重最小的一类，但对股市的话语权却丝毫不弱，主要原因在于其持股的集中，从而通过其一致的行为可对股价产生重要的趋势性影响。

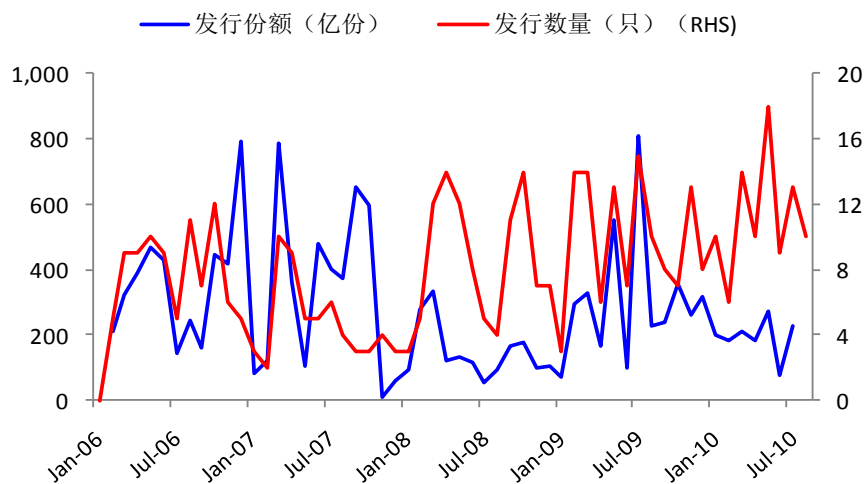
基金的认购主要是来自个人投资者，因此，每周基金新增开户也是一个观测指标。

图 6.18: 每周新增基金开户数



另外就是每月基金发行数量和规模指标。

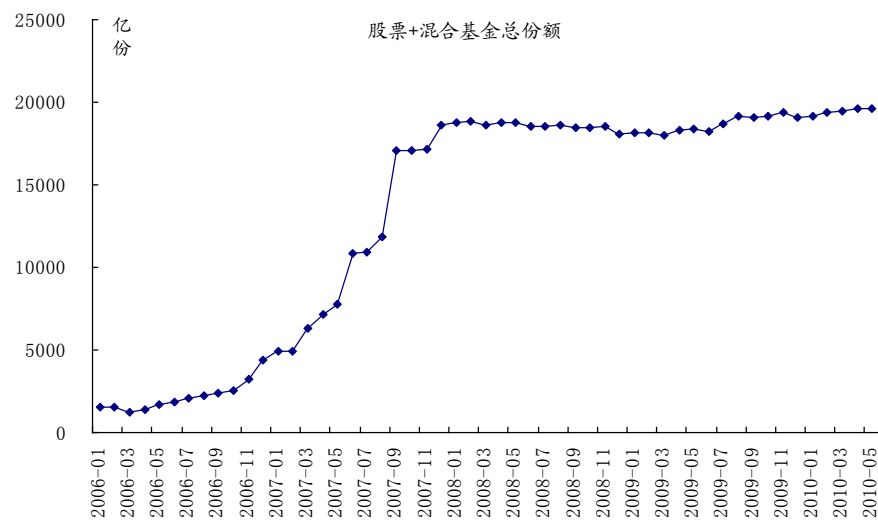
图 6.19: 每月基金发行数量和规模



偏股型基金份额和基金仓位水平反映了该类投资者资金流向。

以股票和混合型基金加总来表示偏股型基金份额，则从 07 年底开始，该份额就维持在一个非常稳定的水平,期间虽有新基金发行，但也有老基金赎回，我们预计在大盘没有出现趋势性上涨的情况下该份额仍将维持，故 2010 年年内通过金融机构间接流入股市的资金为 0。

图 6.20: 股票和混合型基金总份额



从基金仓位水平来看，经过 2010 年 3、4 月份的一波下跌，股票型基金已经将仓位降到近一年来的低位，该低仓位有可能在今后维持，也有可能在大盘反弹时有所提高，乐观情况下假设仓位上升到 80%，能新增资金 1000 亿。

图 6.21: 基金的股票投资比例

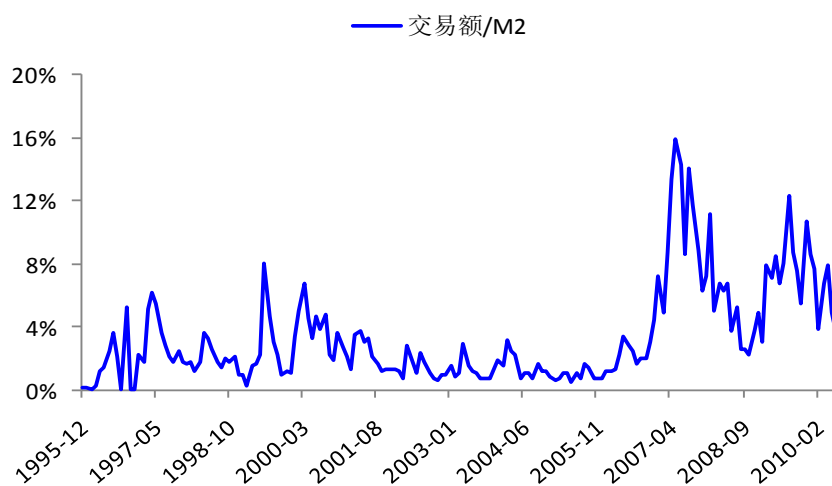


3、价量度量

第三个角度是通过市场本身的价格统计来度量市场的流动性状况。

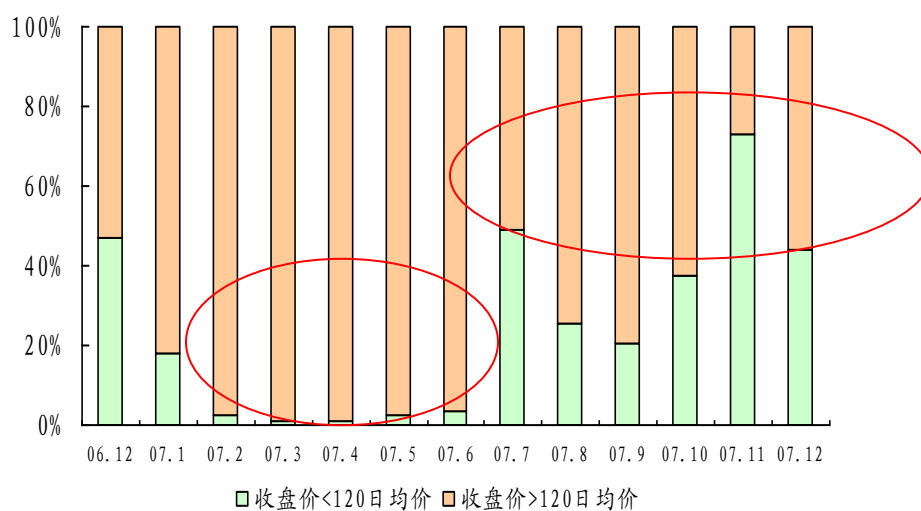
2007 年年底，我做了一个市场流动性指标，发现市场的流动性实际上在下降，用的是月交易量 / 月 M2 来表征市场流动性，可以看出，自从 8 月份以来，该指标在下降，最高值是 15%。而韩国、台湾、日本股票市场投机氛围极高的时候也就是这个水平。

图 6.22: 交易量 / M2 为代表的市场流动性在下降



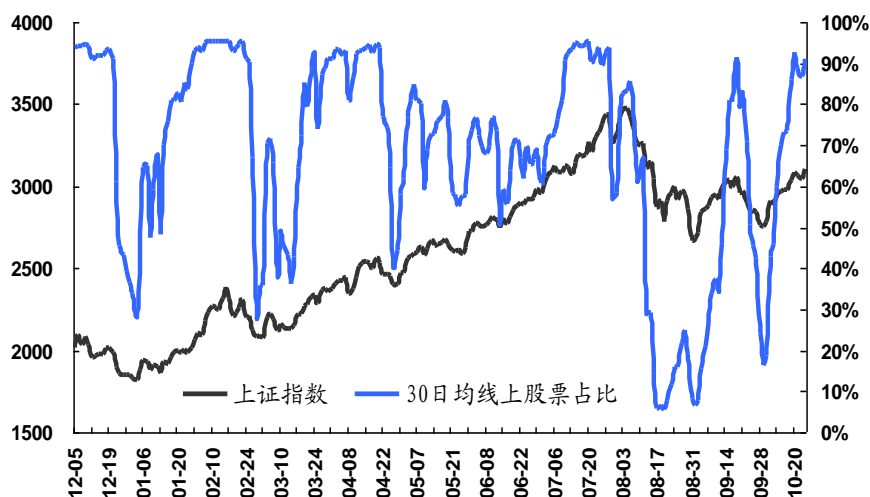
当时的另外判断是，市场宽度在逐渐变得狭窄。指数趋势向上，但是如何解释越来越多的股票跌破半年线？普通投资者在 5.30 后的杀伤并没有恢复，而机构投资者在投机大盘股上也出现问题。

图 6.23: 收盘价低于半年线的股票比例明显增加



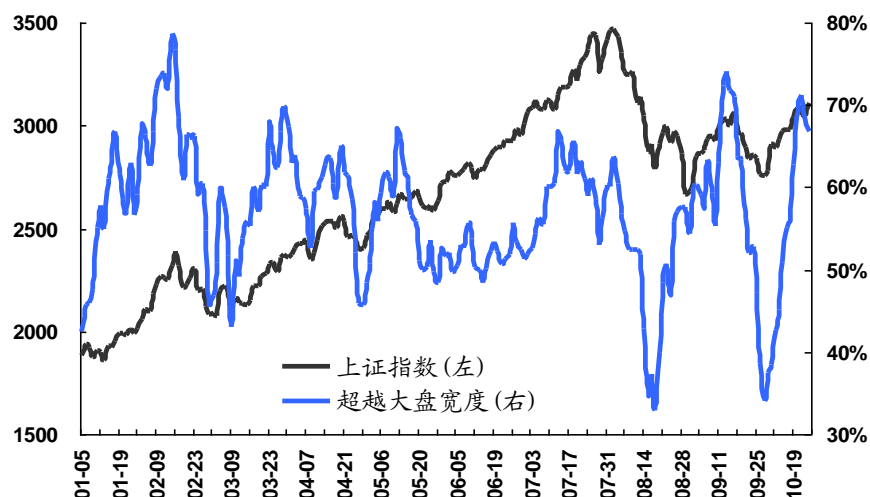
用 30 日均线上方股票数占比可以作为参考指标。历史上看，处于 30 日均线上方股票数占比接近 90%时，往往会有短期调整，不过，这个幅度可大可小，市场调整能让该比值迅速降低。

图 6.24: 30 日均线上方股票数占比与上证指数



另外的指标是超越大盘的宽度。该指标的代表的是超越大盘股票数占比，我们做了十日平均，都可以发现在 6000 点的时候，各指标都发出强烈的警告信号：市场的宽度不足，牛市的基础开始动摇。

图 6.25: 超越大盘宽度与上证指数



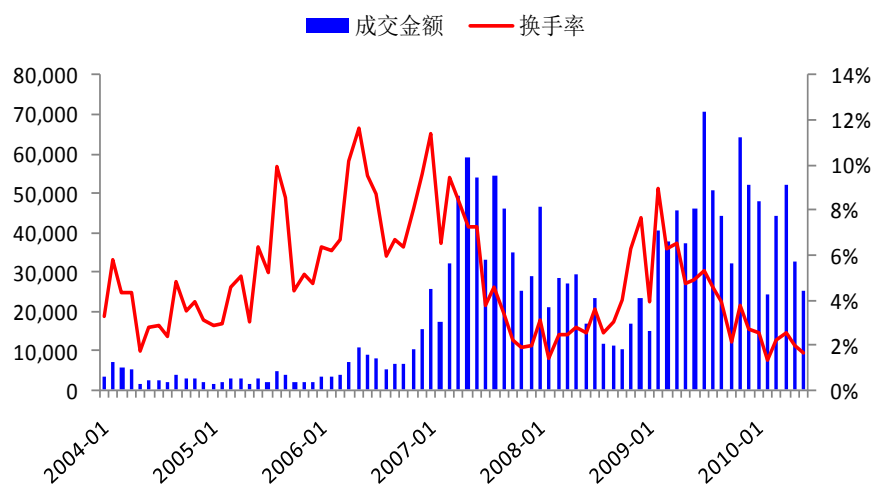
类似的指标包括腾落指标，也就是上涨家数减去下跌家数的指标，股票大作手回忆录的利弗莫尔曾经雇佣 40 名统计员计算这个指标，那个时候可没有计算器，1929 年大崩溃前，指数涨势喜人，但是他们发现他们广泛选取的 1002 只股票中，有 614 只同一时期实际是下跌的，只有 338 只上涨，依靠此观察，利弗莫尔逃过了随之而来的大崩盘。

还有新高/新低指标，同样是表征市场宽度，也就是股票创过去一年新高的数量/股票创过去一年新低的数量。

这些指标与市场趋势出现背离，则往往代表市场的流动性开始出现问题，值得谨慎或者乐观。

另外，股市的成交金额和换手率指标也具有一定的短期市场动量参考意义。

图 6.26: 成交金额和换手率



总结：本章没有额外的参考资料，重要的是对于 WIND 分析软件的熟练运用。上述三种类型（分别是股票供给、资金供给和市场价量）的指标均可以观测和预判，不同时间尺度的指标对于把握稍长期或者稍短期市场流动性均有帮助，但是要记住的是仅是有帮助。