

浅谈近期新股首日破发现象的几点思考

——全市场流动性观察



曲一平

分析师

2021年10月26日

SAC 执业证书编号: S1660521020001

quyiping@shgsec.com

宋婷

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080012

songting@shgsec.com

摘要

核心观点:

1、近期 IPO 新股首日破发现象重新出现 (3 只) 体现了市场成交活跃度下降的前兆:

A 股市场在 2010 年之前极少出现上市首日即破发的情况, 投资者总能通过“打新”方式获得超额收益。自 2010 年至今, 上市破发的股票共计 150 家, 主要集中在 2010-2012 年 3 个年份。2010 年首日破发共计 26 家, 其中 5 月份破发 9 家。2011 年首日破发 77 家, 其中 1 月、4 月、5 月分别首日破发 16 家、16 家、12 家。2012 年破发 41 家, 其中 6 月份破发 12 家。此后 2013 年 9 月、2015 年 12 月、2019 年 1 月和 2019 年 12 月分别有 1 家公司上市首日破发。

今年 10 月, A 股在时隔将近两年后再次出现上市首日破发现象。10 月 22 日上市的中自科技开盘首日即跌 6.87%, 10 月 25 日上市的可孚医疗首日跌 4.43%, 10 月 26 日, 中科微至上市首日跌 12.63%, 体现了市场成交活跃度下降的前兆。

2、市场情绪低迷与资金面紧张双重因素是造成 2010-2012 年大面积新股首日破发局面的宏观因素:

央行 2010 年 10 月开始了一轮 9 个月加息周期, 总共升息 125bp, 十年期国债收益率也从 3.2% 升至 4.1%。破发通常主要出现在权益市场震荡下行期。在新股破发的高峰期 2010 年-2012 年, 上证综指自 3277.14 点跌至 2068.88 点, 跌幅 36%; 万得全 A 指数自 2917.85 点降至 2055.02, 跌幅 30%, 月平均成交额也大幅下降 60% 以上。

3、目前货币政策比 2010-12 年相对宽松, 风险溢价较低, 但长期来看利率中枢缓慢上行:

从当前货币政策来看, 2020 年 5 月至今 M1、M2 增速大幅放缓, 货币释放情况与 2010-2012 年略有相似。但存款准备金率处于低位, 央行表态后续将维持货币投放相对稳定, 从资金层面上判断出现 2010-2011 年的大幅紧缩局面的可能性较小。

美联储 9 月议息会议后美国 2022 年 H2 加息预期推高美国十年期国债收益率走升至 1.64% 相对高位, 中国十年期国债收益率也升至 2.97%, 近期中美无风险收益率共同上行 15bp 和 33bp 短期已经到位, 维持 Q4 中债处于 3% 利率中枢的判断。虽然短期利率大幅上行空间已经缩窄, 中长期依然利率中枢缓慢上行, 这也是市场交易量持续下滑原因之一。

从股债轮动角度, 2011Q2 和 2015Q2 类似到达高风险溢价区间后 (超 2.8%) 带来股市持续下跌, 目前 A 股风险溢价 (1.5% 附近) 依然较低。

4、大规模新股首日破发原因和发行市盈率关系不大:

通过选取了最新的 3 只破发个股 (中科微至、可孚医疗、中自科技) 以及 2010 年以来上市首日跌幅最大的前 10 只个股 (加加食品、庞大集团、利君股份、天瑞仪器、裕兴股份、金明精机、雷柏科技、银邦股份、风范股份、迪威讯), 统计其发行市盈率及所属行业同期整体市盈率。对比结果显示, 平均低于行业市盈率 4%, 或说明定价情况并不是造成个股破发的原因。

5、公募基金权益仓位持续下滑是 A 股成交活跃下降又一原因:

今年公募基金权益仓位高点出现在今年 8 月, 最高仓位达到 66.96%。9 月初开始, 公募基金仓位快速回落, 截至 10 月末, 最低仓位为 62.11%。包括易方达基金、博时基金、华夏基金、南方基金、嘉实基金、大成基金等公募都在近两个月持续减仓, 这是造成市场成交活跃下降又一原因。

风险提示: 经济下行风险, 货币政策收紧风险

内容目录

1. 如何看待近期新股首日破发现象	5
1.1 近期 IPO 首日新股破发现象重新出现（3 只）：体现了市场成交活跃度下降的前兆.....	5
1.2 历史上的新股首日破发周期回顾：2010-2012 年为破发高峰期.....	5
1.3 回顾上一轮新股首日破发爆发潮时期经济背景（2010-2012 年）.....	7
1.3.1 2011 欧债危机全面爆发 欧央行杠杆率超 08 年.....	7
1.3.2 2011 年国际金价创历史新高.....	7
1.3.3 2010-2011 新兴经济体集体加息抗通胀 发达国家防衰退.....	8
1.3.4 进入 2012 年多数发展中国家经济增长出现内生性下滑.....	8
1.4 2010-2011 年加息浪潮创造了极为紧缩货币环境（加息 5 次，升准 13 次）.....	8
1.4.1 2011 加息潮下市场情绪低迷叠加资金紧张.....	9
1.5 目前货币政策比 2010-12 年相对宽松，风险溢价较低，但利率中枢长期上升.....	11
1.6 大规模新股首日破发原因和发行市盈率关系不大.....	12
1.7 公募基金权益仓位持续下滑是 A 股成交活跃下降又一原因.....	13
2. 短期资金面：流动性边际稳定	14
2.1 公开市场操作：税期流动性投放加大.....	14
2.2 货币市场利率：利率短期较为平稳.....	15
3. 债市运行	17
3.1 利率债（国债+地方债+政金债）供给节奏.....	17
3.2 债市二级市场统计.....	19
3.3 中短期票据市场收益率与信用利差.....	22
3.3.1 中短期票据收益率.....	22
4. 权益市场	24
4.1 指数走势情况.....	24
4.2 一级市场流动性情况.....	25
4.2.1 一级市场融资规模情况.....	25
4.2.2 资金募集情况及募集家数.....	26
4.3 二级市场流动性情况.....	27
4.3.1 二级市场行业板块表现及成交走势.....	27
4.3.2 海外资金：北上资金持续买入食品饮料.....	29
4.3.3 机构资金：基金发行市场热度继续减退.....	30
4.3.4 杠杆资金：融资融券持续净流入.....	31
5. 后市流动性展望	33

图表目录

图 1：自 2010 年至今新股破发的数量统计	5
图 2：2010 年至今一级市场募资情况	6
图 3：破发个股上市板分布	6
图 4：上市首日破发的个股一级行业分布情况	6
图 5：国债到期收益率:10 年	9
图 6：2010-2012 年权益市场情绪低迷	9
图 7：万得全 A 成交额	10
图 8：2010-2012 年存款准备金率持续提升	10
图 9：2010-2012 年货币增速显著放缓	11

图 10: 中美利差过去 3 年对比	11
图 11: 万得全 A 股债轮动	12
图 12: 公募基金基金仓位	13
图 13: 全市场基金调仓及风格偏好	13
图 14: 公开市场逆回购操作, 亿元	14
图 15: 公开市场逆回购操作, 亿元	15
图 16: 逆回购利率情况, %	15
图 17: DR001、DR007 与 DR0014, %	15
图 18: R001、R007 与 R0014, %	16
图 19: SHIBOR1D、1W 和 2W, %	16
图 20: SHIBOR1M、3M 和 6M, %	16
图 21: 同业存单利率 1M、3M 和 6M, %	16
图 22: DR 利率周度变化	17
图 23: R 利率周度变化	17
图 24: 发行利率债的净供给月度状况, 亿元	18
图 25: 各类债券净融资额	18
图 26: 各类债券发行量	18
图 27: 三季度各类利率债净融资量扩大	18
图 28: 2021 年初至今国债期货价格走势	19
图 29: 1 年国债、国开债收益率, %	20
图 30: 3 年国债、国开债收益率, %	20
图 31: 5 年国债、国开债收益率, %	20
图 32: 10 年国债、国开债收益率, %	20
图 33: 主要债券品种成交金额月度数据 (亿元)	21
图 34: 主要债券品种成交金额周度数据 (亿元)	21
图 35: 各类债券品种成交量变动比例	21
图 36: 债券境外持有量	22
图 37: 债券北向通境外交易量	22
图 38: 0.5Y 各等级短期票据收益率走势, %	22
图 39: 1Y 期各等级短期票据收益率走势, %	23
图 40: 3Y 各等级中期票据收益率走势, %	23
图 41: 5Y 各等级中期票据收益率走势, %	23
图 42: 上证综指与大宗交易月度总折价额震荡	24
图 43: 沪深 300 与贴水率走势下跌	25
图 44: 腾落指数与上证综指	25
图 45: 权益一级市场融资规模	26
图 46: 一级市场融资规模区间统计, 亿元	26
图 47: 募集资金情况 (周度)	27
图 48: IPO 融资规模 (周度)	27
图 49: 增发融资规模 (周度)	27
图 50: 年初至今成长股和中小盘表现优异	28
图 51: 申万一级行业涨跌幅	28
图 52: 二级市场成交走势 (周度)	29
图 53: 北上资金净流入 (周度)	29
图 54: 行业北上资金净流入 (周度)	30
图 55: 个股北上资金净流入 (周度)	30

图 56: 股票型+混合型基金发行规模 (月度)	31
图 57: 融资融券余额情况 (周度: 截止至 10.25)	31
图 58: 行业融资净买入额与两融余额	32
表 1: 近期 3 只首日破发新股	5
表 2: 2010-2011 年央行加息	8
表 3: 破发个股发行市盈率较同期行业相比偏高 (今年三只和 10-12 年节选)	12
表 4: 央行逆回购操作金额一览 (亿元)	14
表 5: 1-10 月利率债发行与到期情况	17
表 6: 9-10 月份利率债 (国债+地方债+政金债) 发行总量	19
表 7: 国债、国开债收益率对比变化	19
表 8: 近一周新发基金 (股票型+混合型) 情况 (10.19-10.25)	30
表 9: 年初至今行业融资净买入额与两融余额	32

1. 如何看待近期新股首日破发现象

1.1 近期 IPO 首日新股破发现象重新出现 (3 只)：体现了市场成交活跃度下降的前兆

IPO 新股破发现象是指首次公开发行定价明显低于上市初始的市场价格。今年 10 月，A 股在时隔将近两年后再次出现上市首日破发现象。10 月 22 日上市的中自科技开盘首日即跌 6.87%，10 月 25 日上市的可孚医疗首日跌 4.43%，10 月 26 日，中科微至上市首日跌 12.63%。三只新股首日市盈率 43.52 倍、38.82 倍、63.37 倍，比同期行业市盈率相比为 29.14%、4.86%、-0.77%，并未高估很多，说明目前 A 股市场交投活跃度出现了大幅缩窄的趋势。

表1：近期 3 只首日破发新股

代码	名称	上市日期	申万行业	上市首日 涨跌幅(%)	上市首日 市盈率	所属行业 同期市盈 率	与同期行 业市盈 率相比
688211.SH	中科微至	2021-10-26	机械设备	-12.63	43.52	33.7	29.14%
301087.SZ	可孚医疗	2021-10-25	医药生物	-4.43	38.82	37.02	4.86%
688737.SH	中自科技	2021-10-22	汽车	-6.87	63.37	63.86	-0.77%

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 历史上的新股首日破发周期回顾：2010-2012 年为破发高峰期

A 股市场在 2010 年之前极少出现上市首日即破发的情况，投资者总能通过“打新”方式获得超额收益。自 2010 年至今，上市破发的股票共计 150 家，主要集中在 2010-2012 年 3 个年份。2010 年首日破发共计 26 家，其中 5 月份破发 9 家。2011 年首日破发 77 家，其中 1 月、4 月、5 月分别首日破发 16 家、16 家、12 家。2012 年破发 41 家，其中 6 月份破发 12 家。此后 2013 年 9 月、2015 年 12 月、2019 年 1 月和 2019 年 12 月分别有 1 家公司上市首日破发。

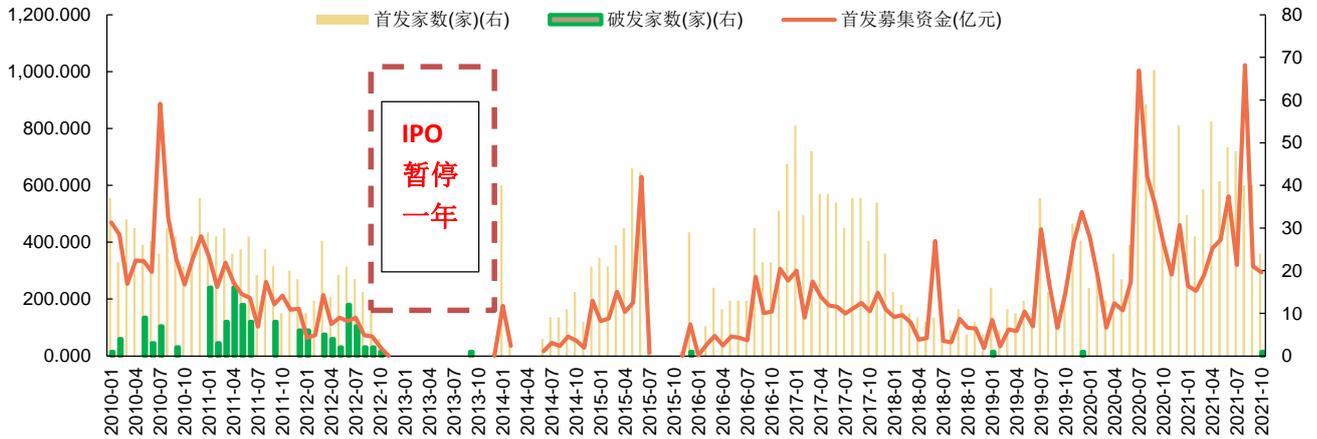
图1：自 2010 年至今新股破发的数量统计



资料来源：Wind，申港证券研究所

2010-2012年的频繁破发，主要原因是A股持续下跌，万得全A从2010年11月至2012年11月累计下行33%，成交量下降65%。市场大幅下挫也为权益一级市场募资带来了持续的困难。监管层从2012年12月至2013年11月，在长达12个月期间停止IPO，一级市场募资金额为0。2013年全年仅2家公司IPO上市，其中1家上市首日破发。

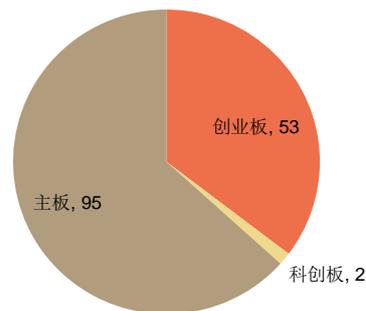
图2：2010年至今一级市场募资情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

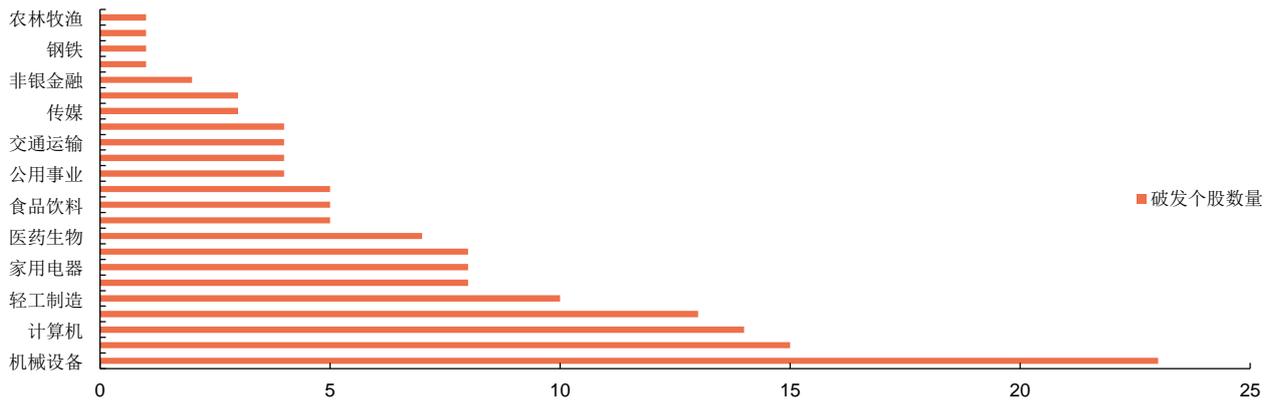
自2010年至今首日破发的151家上市公司中，95家为主板上市，53家为创业板上市，3家为科创板上市。从行业板块分布来看，以机械设备、计算机、轻工制造等行业为主。

图3：破发个股上市板分布



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：上市首日破发的个股一级行业分布情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 回顾上一轮新股首日破发爆发潮时期经济背景 (2010-2012 年)

1.3.1 2011 欧债危机全面爆发 欧央行杠杆率超 08 年

2011 年, 欧洲债务危机全面爆发, 逐步从重债国向意大利、法国等欧元区核心国家蔓延。希腊今年屡次逼近债务违约边缘, 7 月 21 日, 欧元区通过紧急峰会再向希腊提供 1090 亿欧元贷款的第二次援助。然而危机却愈演愈烈, 11 月以后, 意大利、西班牙等国的国债收益率突然上升, 甚至超过 7% 的“警戒线”。

由于担心国债收益率上涨过快, 欧央行在过去 1 年内持续购买成员国国债。12 月 21 日, 欧洲央行宣布通过长期再融资操作(LTRO)提供给银行业 4890 亿欧元, 用于购买各国国债。欧洲央行数据显示, 其资产负债表总规模已高达 3.2 万亿美元。欧洲央行杠杆水平已达到 30 倍, 甚至超过了 2008 年金融危机时的峰值。

2011 年欧元区国家主权债务级别纷纷被下调。标准普尔 6 月 13 日将希腊主权信用评级下调至 CCC 级的全球最低水平。10 月 4 日, 穆迪近 20 年以来首次下调意大利评级, 从“Aa2”下调至“A2”。标准普尔公司 12 月 5 日将包括德国和法国在内的 15 个欧元区国家列入信用评级观察名单, 随后又将欧盟长期信用评级列入负面观察名单。

为应对欧债危机, 欧盟峰会 12 月 9 日达成新财政协议, 欧盟 27 国中除英国外均表示愿意加入新政府间条约, 强化财政纪律。此外, 国际货币基金组织(IMF)也将扩充 2000 亿欧元(约 2660 亿美元), 总额达 5000 亿欧元(约 6650 亿美元)的欧洲稳定机制也将提前到明年启动。这是欧盟 2011 年以来的第七次峰会和第四个一揽子解决方案。

1.3.2 2011 年国际金价创历史新高

国际期金价格年初首个交易日收于 1422.9 美元/盎司, 截止年底为 1613.60 美元/盎司, 上涨幅度为 13.4%, 期间最高价达到 1917.9 美元/盎司。

在欧美债务危机轮番爆发的刺激下, 市场避险情绪高涨, 从而支撑国际黄金价格一路飙升。8 月 23 日纽约商品交易所黄金期货交投最活跃的 12 月合约盘中最高冲至 1917.9 美元。全球央行 2011 年大量买入黄金。世界黄金协会发布的季度报告显示, 2011 第三季度全球央行对黄金需求创下有史以来最高纪录。各国央行 2011 三

季度共净买进 148.4 吨黄金，较二季度 66.5 吨的净买量超过一倍，创 2002 年有统计数据以来，各国央行买卖黄金的最高值。

1.3.3 2010-2011 新兴经济体集体加息抗通胀 发达国家防衰退

2011 年中国 CPI 在 4% 以上，7 月达到峰值 6.5%。巴西 9 月综合消费价格指数同比上涨 7.31%，为 2005 年 5 月以来新高，为此巴西今年年内连续 5 次加息。印度 11 月通胀率创一年来低点，但仍达到 9.1%，印度央行已连续 13 次加息，平均利率将近 10%。此外，越南等“新钻国家”也出现较高的通货膨胀率，越南 2011 年前 10 个月通胀率同比高达 19.8%。

1.3.4 进入 2012 年多数发展中国家经济增长出现内生性下滑

金融危机后，发达国家国内需求的下降以及外部融资环境的恶化是造成发展中国家、特别是新兴市场经济体经济下降的主要原因。

从 2012 年全年的同比增速来看，中国经济呈现逐季放缓的现象。一季度中国的经济增速放缓到 8.1%，二季度为 7.6%，三季度 7.4%，第四季度 GDP 增速为 7.8%。但从环比增速来看，中国经济在 2012 年上半年就走过了最困难的时期，因为一季度曾创下了环比 1.5% 的年内低谷。经济在 2012 年二、三季度开始环比回升显现中央对于经济出现企稳回升迹象的判断是正确的。

2012 年全球贸易增长明显下降。2012 年 9 月，世界贸易组织 (WTO) 报告预测，2012 年全球贸易增速为 2.5%，低于此前 20 年平均水平的一半，与此前预期的 3.7% 相比，下调了 1.2 个百分点。其中，发达经济体出口增速为 1.5%，下调 0.5 个百分点；新兴经济体出口增速为 3.5%，下调 2.1 个百分点。2012 年全球贸易量的增长低于全球经济增长步伐，这表明全球贸易面临的下行风险超过增长风险。

1.4 2010-2011 年加息浪潮创造了极为紧缩货币环境(加息 5 次，升准 13 次)

2010 年末加息主要是为了缓解通胀压力。当年整体价格上升压力很大，2010 年 9 月 CPI 同比上涨 3.6%，环比上涨 0.6%，涨幅创 23 个月新高。同时外汇占款持续增加，海外再次量化宽松有可能带来的持续的“热钱”流入，国内面临商品价格、粮食价格 以及有可能的资产价格攀升等等 引发较强的通胀预期 造成对国内经济

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28366

