



股票市场：从 IPO 重启看股票市场的短中期走势

农业银行私人银行部
资产配置策略报告课题组

相关事件

年初以来，关于 IPO 重启时间点以及相关新股发行制度改革的传闻不断触动市场投资者的情绪。为企业提供融资渠道是股市的基本职能之一，新股发行这一重要通道的堵塞注定是阶段性的。6月7日，证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》，新股发行开闸日渐临近。

目 录

相关事件	1
事件点评	4
一、解析历次新股发行重启对市场的影响.....	4
（一）IPO 历史节奏：跌而止、兴而启，开闸不改市场中期整体趋势	4
（二）IPO 放开或将对中小板、创业板估值有短期冲击.....	6
二、下半年重启 IPO 影响分析.....	8
（一）宏观经济略有下行，资金压力有所回落	8
（二）制度改革利于市场信心稳定	9
市场影响评估.....	10

图表目录

图表 1	2000 年以来的四次 IPO 暂停与重启的历史背景.....	4
图表 2	2000 年-2006 年上证综指表现（红框内代表 IPO 暂停时间）	5
图表 3	2007 年至今上证综指表现（红框内代表 IPO 暂停时间）	5
图表 4	历次 IPO 重启前后上证综合指数的具体表现（%）	6
图表 5	近二次 IPO 重启后三个月各板块上市公司数与募集资金量.....	6
图表 6	2006 年 IPO 重启后中小板指数走势.....	7
图表 7	2009 年 IPO 重启后中小板指数走势.....	7
图表 8	2013 年季度 GDP 同比增速预测	8
图表 9	SHIBOR 利率已从高位有所回落	8
图表 10	已过会未上市企业分布.....	9
图表 11	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）重要内容摘录.....	10

事件点评：

IPO 重启时点仍然未知，但市场预期越发强烈。去年 11 月新股发行暂停，在一定程度上与当时市场表现较差相关，但是更重要的原因在于新股发行制度不合理，新股三高现象严重。因此，从监管层的角度，先理顺新股发行制度，再重启 IPO 或许是最合理的选择。6 月初证监会已发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》，算上正式方案的出台和企业补充半年报的时间，估计 IPO 重启时点可能在 8 月以后；当然由于临近三中全会，监管层可能会依据市场情况择机重启 IPO。

一、解析历次新股发行重启对市场的影响

（一）IPO 历史节奏：跌而止、兴而启，开闸不改市场中期整体趋势

2000 年以来，A 股市场经历了四次完整的 IPO 暂停与重启。从过去经验来看，IPO 暂停的持续时间在三个月到一年不等，本文先将资本市场制度改革的背景、经济周期运行状况与 IPO 审批节奏相对应，试图通过总结历史来给出监管层决定重启所需具备的条件。

图表 1 2000 年以来的四次 IPO 暂停与重启的历史背景

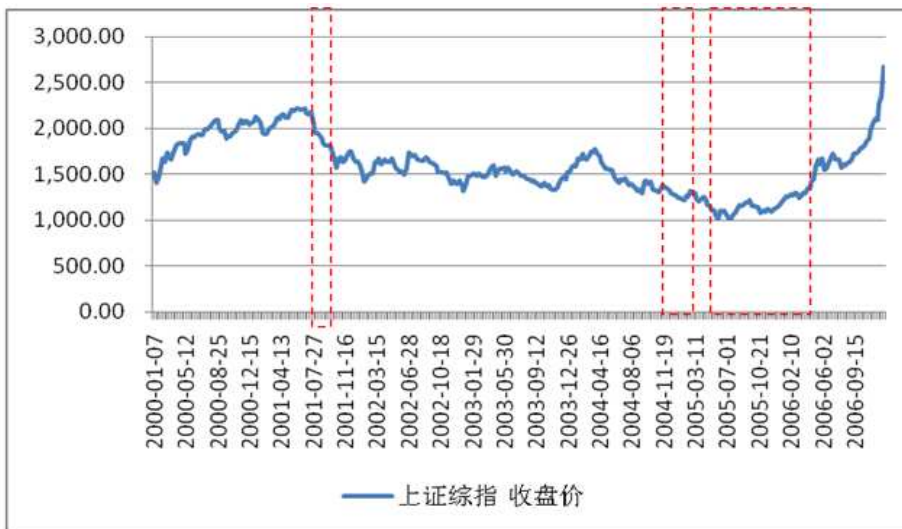
	暂停日期	重启日期	停顿间隔	背景
第一次	2001-08-01	2001-11-02	3 个月	2001年6月22日，《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》出台，至8月1日，上证综合指数下跌11.5%；2001年10月22日，证监会紧急叫停减持暂行办法，次日市场反弹9.86%；但五年熊市趋势未改，直至股权分置改革实施。
第二次	2004-08-23	2005-01-22	5 个月	自4月7月创下阶段性高点1783.01后，市场持续快速下行，至9月10日阶段性低点的5个月内，上证综指跌幅达到29.4%。8月30日，证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》（征求意见稿），12月11日，证监会宣布《首次公开发行股票试行询价制度》将于2005年1月1日正式施行。随后IPO重启，但市场继续下跌至2005年6月6日的998.23。
第三次	2005-05-20	2006-06-02	1 年	2005年4月29日晚，证监会公布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，宣布启动股权分置改革试点。7月10日，新华社“为推动证券市场稳定发展，保证股权分置改革顺利推进，中国证监会会同国务院有关部门拟定一系列政策措施，包括不再实行第三批试点、暂停新股发行等”，市场在终止此前两周的快速下跌后筑底上行。
第四次	2008-09-12	2009-06-26	9 个半月	受美国次贷问题引起的国际金融危机影响，经济增速下滑，股指持续下行，证

				<p>监会于9月中旬暂停新股发行审批，9月19日汇金增持国有银行股，上证综指单日涨幅达到9.45%；市场阶段性底部为10月28日的1664.93，经济刺激计划的出台。2009年6月11日，证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，6月18日，三金药业发布招股意向书。</p>
--	--	--	--	---

数据来源：课题组

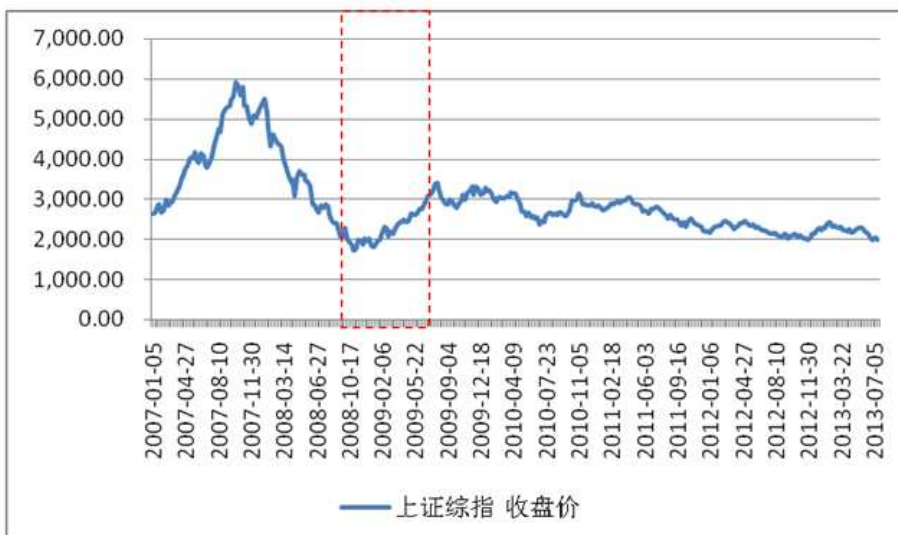
前两次 IPO 暂停期间，市场呈现下跌走势，表现并不尽如人意；而近两次 IPO 暂停的时间点与市场的阶段性底部较为对应，故暂停 IPO 期间上证综指都有较大幅度的上涨。从数据上来看，IPO 重启对市场的影响并无明确的规律可循。中期来看，在驱动市场的核心因素没有发生变化的情况下，市场大概率将延续原有运行趋势。

图表 2 2000 年-2006 年上证综指表现（红框内代表 IPO 暂停时间）



数据来源：Wind, 课题组

图表 3 2007 年至今上证综指表现（红框内代表 IPO 暂停时间）



数据来源：Wind, 课题组

图表 4 历次 IPO 重启前后上证综合指数的具体表现 (%)

	暂停日期	重启日期	停顿期 大盘涨跌	重启 前一个月	IPO 重启后			
					一周	一个月	三个月	半年
第一次	2001-08-01	2001-11-02	-11.92	-4.17	-4.53	2.36	-13.00	-2.34
第二次	2004-08-23	2005-01-22	-7.99	-3.19	-1.69	1.98	-5.02	-15.24
第三次	2005-05-20	2006-06-02	51.29	15.91	-7.89	-0.71	-2.82	24.81
第四次	2008-09-12	2009-06-26	40.85	12.19	5.58	15.30	-2.95	7.39

数据来源: Wind, 课题组

综合资本市场政策环境、经济基本面变化以及股市表现,可以总结为以下几点结论:

- IPO 暂停一般出现在股市急跌之后,为证监会调节市场供求、投资者预期的工具之一;
- 新股发行的暂停与重启起到配合资本市场改革进程的推进作用,尤其是上市公司股权分制改过程中,IPO 节奏的控制对市场预期的影响较为直接;
- IPO 重启后,市场中期走势涨跌不一,可以说明新股发行重启本身对资本市场的持续负面冲击没有得到证实,即 IPO 作为单一因素很难改变股指的整体走势;
- 从经济周期到 IPO 停滞的映射可以发现,一般 IPO 暂停出现在经济衰退期,而止于复苏或繁荣期。对经济有相对乐观或至少不过于悲观的判断是监管层面放开 IPO 的考量因素之一。当前不同与以往,当前经济面临去产能、去杠杆的制约,增速持续缓慢下行是中期趋势,因此,经济不超预期大幅下行,即可能是可以接受的未来考虑放开 IPO 的决定因素之一。

(二) IPO 放开或将对中小板、创业板估值有短期冲击

市场对于 IPO 未来重新开闸对创业板估值的冲击尤为担忧。从下表可以看出,中小板与创业板上市公司的数量远高于主板,创业板成立之后,其募集资金量占比虽有扩大的趋势,但从募集资金量来看,主板仍是主力。

图表 5 近二次 IPO 重启后三个月各板块上市公司数与募集资金量

	2006-06 至 2008-09		2009-06 至 2012-11	
	募集资金 (亿)	上市公司数	募集资金 (亿)	上市公司数
主板	6293.69	41	4518.40	98
中小板	858.88	254	3825.39	429
创业板			2314.55	356

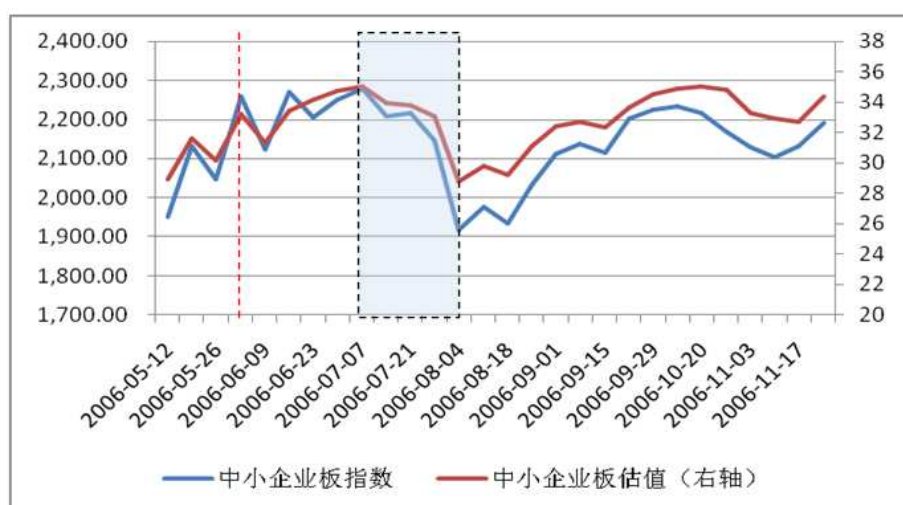
总计	7152.58	295	10658.34	883
----	---------	-----	----------	-----

数据来源: Wind, 课题组

创业板成立于 2009 年 10 月, 最近的一次 IPO 暂停后重启为 2009 年 6 月, 因此经验不具备可比性。我们类比中小板在 2006 年与 2009 年 IPO 重启的表现来检验 IPO 重启后市场资金是否会有基于股票风格的偏好转移。

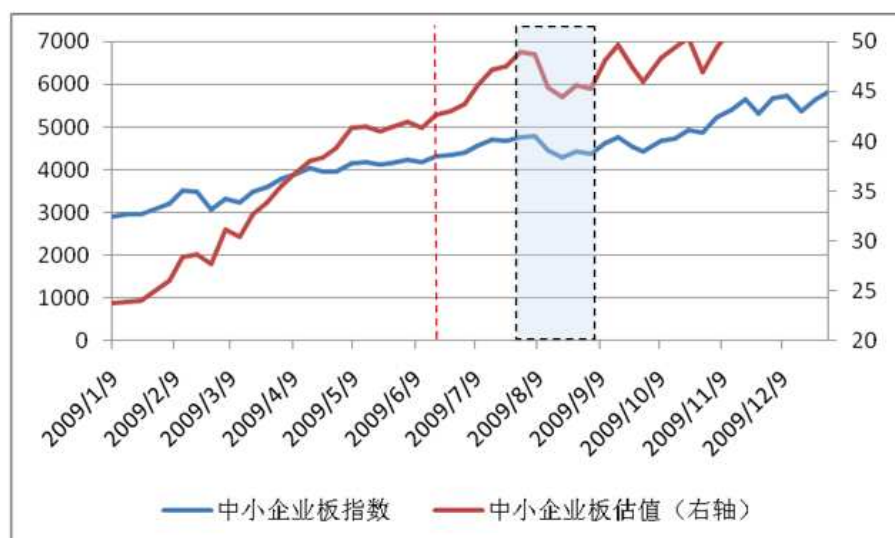
从这两次经验来看: 中小板在 IPO 重启后的 1 个月内指数均未受明显影响, 仍然延续重启前上行趋势; 在 1~2 个月内, 中小板股票估值出现比较明显的下移, 而中小板指数趋势也在经过 1 个月左右时间的调整后继续上行。总体而言, 中小板短期 2 个月内估值会受一定的冲击, 而在此之后 IPO 重启的影响将趋于淡化。

图表 6 2006 年 IPO 重启后中小板指数走势



数据来源: Wind, 课题组

图表 7 2009 年 IPO 重启后中小板指数走势



数据来源: Wind, 课题组

二、下半年重启 IPO 影响分析

诚然历史不会重演，但历史总有相似之处。在分析历史经验规律之后，需再落脚点在当前经济形势的特殊性。

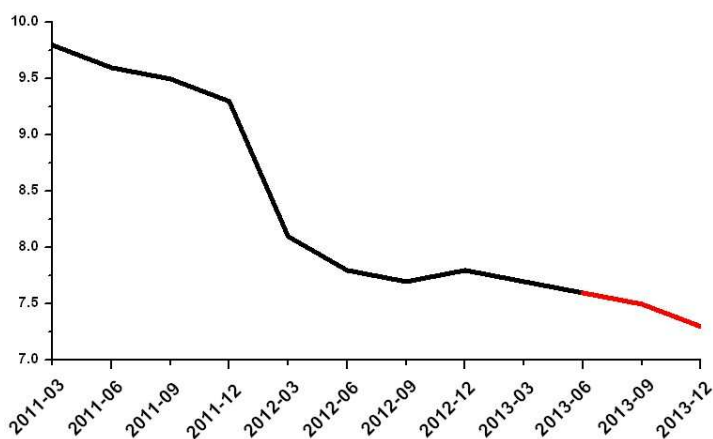
（一） 宏观经济略有下行，资金压力有所回落

经济背景与市场环境是证监会考量未来放开 IPO 重启时间点的重要因素。

经济方面，一季度经济运行较弱，市场对经济弱复苏的预期有所修正，在中期去产能、去杠杆因素的制约下，二季度增长降至 7.5%，经济持续略有下行正逐步成为共识。因此，经济基本面不出现急剧恶化，即可能是监管层可以接受的环境。

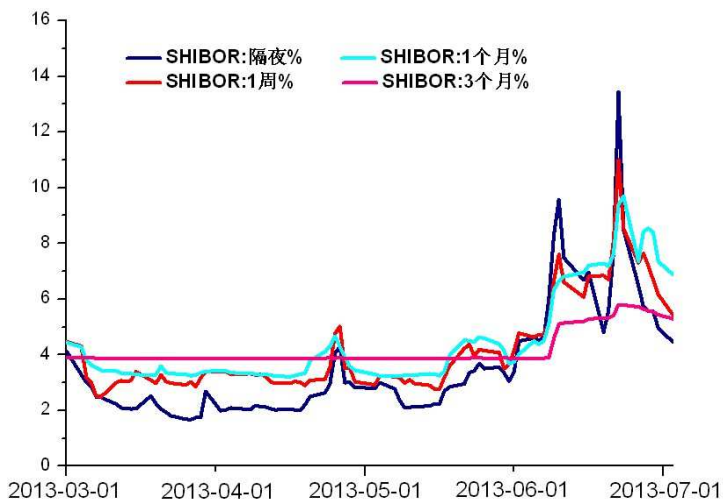
市场环境方面，6 月中下旬银行间市场拆借利率的飙升对市场造成了剧烈的冲击，尤其是 6 月 20 日，银行间同业拆借 1 天利率上升到 13% 以上，7 天利率上升到 12% 以上，SHBOR1 周利率创出 11% 以上的新高。市场在急剧下跌之后已有一定修复，7 月以来，资金价格已经基本恢复到均衡水平，市场情绪已有所稳定。但整体而言，市场资金与前几轮 IPO 重启相比仍有差距。

图表 8 2013 年季度 GDP 同比增速预测



数据来源: Wind, 课题组

图表 9 SHIBOR 利率已从高位有所回落



数据来源: Wind, 课题组

理论上，在假定市场所处的经济环境没有发生变化的情况下，一级市场募集资金量的增加会对股票市场的供给面造成冲击。但 IPO 的募集资金规模呈下降趋势，在一波主板上市高峰期与一波创业板上市高峰期结束之后，新股发行已不再是冲击资本市场股票供给的洪水猛兽。

已排过会等待上市的企业目前已有 99 家，主要集中在创业板；募集资金量以主板的 10 家公司最多，为 346.4 亿元。目前来看，整体资金压力为 608.1 亿元。具体的发行节奏尚难确定，IPO 未来可能重新开闸的时候后对二级市场的资金需求同样较难确定。以这 99 家预计募集的资金总占当前 A 股流通市值的比重做初步测算，占比为 0.31%。比例低于此前两次 IPO 重启后首月募集资金占当月 A 股流动市值的比重 1.5%、0.48%。

图表 10 已过会未上市企业分布

	排队公司数量（家）	预计募集资金（万元）
主板	10	3464162.19
中小企业板	37	1233672.43
创业板	52	1383372.70
汇总	99	6081207.32

数据来源：中国证监会，课题组

（二）制度改革利于市场信心稳定

证监会此次发布的新股发行制度改革征求意见稿体现了监管层对股市的用心呵护，总体有利于股市中长期健康发展。具体体现在以下三个方面。

首先，侧重发行机制与定价机制的市场化改革。新股发行时间点可由发行人自主选择，在市场环境相对较好时 IPO 规模将好于市场环境相对较差时，因此，可在一定程度上平抑市场波动，未来 IPO 发行的内生性将有所加强，而不只是一个完全有证监会控制的外生变量。允许符合条件的个人投资者参与网下定价和网下配售，设定网上配售的最低比例，其目的是增加新股发行价的市场化程度，降低首发后股份的非理性波动，但这部分具体如何实施方式仍有待探索。

其次，加强上市公司与承销商的责任约束，有利于提高上市公司质量。对于上市公司的高管与股东而言，“锁定期满后两年内减持股价不得低于发行价”，且需提供“五年内公司股价低于每股净资产时的回购、增持预案”，这将对上市企业主体对自身经营的约束。“发行人上市当年营业利润比上年下滑 50% 以上或上市当年即亏损的，中国证监会将自确认之日起即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请”，此细则从约束保荐机构行为的角度，有利于提高上市公司质量，降低“圈钱而无业绩”企业对投资者利益的损害。

同时，也考虑到了短期拟上市企业可能面临的资金问题，允许在审企业发行公司债。去年 11 月新股发行暂停以来已有半年多，前面两点均为从保护二级市场投资者角度出发的改革细则。而从拟上市企业来讲，其融资以改善经营的资金需求受到了抑制。允许在审企业发行公司债则从企业的利益出发，解决了其短期对资金的需求，从而后续更为谨慎的选择有利的 IPO 发行时间点，也能够起到降低一级市场的集中融资压力的作用。

图表 11 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》重要内容摘录

内容	重要变化
一、推进新股市场化发行机制	申请首次公开发行股票和在审企业，可申请先行发行公司债；
	新股发行时点由发行人自主选择；
二、强化发行人等责任主体的诚信义务	所持股票在锁定期满后两年内减持的，其减持价格不低于发行价；
	五年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案（包括回购与管理层、股东增持等）；
三、进一步提高新股定价的市场化程度	发行人和主承销商应当允许符合条件的个人投资者参与网下定价和网下配售；
四、改革新股配售方式	引入主承销商自主配售机制；
	网下配售的新股中至少 40% 应优先向公募证券投资基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售；
	调整网下配售比例，强化网下报价约束机制；
五、加大监管执法力度	发行人上市当年营业利润比上年下滑 50% 以上或上市当年即亏损的，中国证监会将自确认之日起即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请；

数据来源：中国证监会，课题组

市场影响评估：

IPO 重启后对大盘负面影响有限。依上文分析所述，从历史经验来看，IPO 重启预计仅短期对大盘有影响，但随后修复与大盘中期走势并无直接关系；从经济基本面来看，去产能与去杠杆制约使得各主体对经济中期下行的共识逐步形成，预期偏差收窄；从资金角度来看，股市资金供给有能力覆盖新增 IPO 资金需求，证监会也会努力维持股市流动性稳定；从主观因素来看，在此轮严格的财务检查之后，IPO 重启后上市的企业质量较为良好，反而有可能成为市场的助推力之一。

IPO 重启后对创业板负面影响可能较大。目前创业板已经通过审核但还未发行的股票预计募集资金在 138 亿左右，超过整体创业板流通市值的 2%、日均成交金额的 60%，远远超过主板与中小板，因此，从结构来说，IPO 重启对于创业板的负面影响可能更为显著。另外在 2012 年 10 月 IPO 停发后，经历了一轮二级市场创业板估值快速上扬，一级市场低估值的吸引力可能会使得二级市场相对吸引力降低，造成创业板二级市场估值回归。

免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。