

“牛”还能慢下来么？

摘要

- 一、市场到底有多热？**：A 股交投热情直逼 15 年“疯牛”行情，上证指数的换手率超出均值一倍。融资买入额对市场总成交额的占比已超过 12%，按照历史经验看该指标超 10% 市场就已经有过热迹象了。短期历史波动率明显偏高，与指数正相关性较高的期权持仓 P/C 比处在历史极高的位置，但值得注意的是 7 月 6 日之后该指标与指数出现了明显背离，指数继续上攻但持仓 P/C 比却反而回落，可理解为空头开始认输，“逼空”行情下空头的认输也预示着短期行情行进尾声。
- 二、市场风格**：本周市场风格重新切换，中小盘指数强于大盘指数。随着市场风险偏好出现明显提升，高估值指数明显强于低估值指数，微利股指数强于绩优股指数，高中股价指数强于低股价指数。而在行业上，中上游行业的表现要明显好于下游，成长和金融这两个 beta 属性较强的行业两翼齐飞，而代表着“新经济”的 TMT 行业指数也要明显强于代表着“旧经济”的基建行业指数。
- 三、“牛”还能慢下来么？**：短期市场确实存在过热的现象，量价因子显示市场已经严重超涨。目前行情已经运行到纯粹的资金推动阶段，市场的交投热情已经直逼 15 年“疯牛”，而“逼空”行情的目的也已经达到，市场在现阶段出现技术性调整的概率较大，而指数快速上攻时的调整力度一般都较大，因为多头氛围下不出现幅度较大的急跌是跌不下来的，但我们并不建议投资者去逆趋势做空，因择时难度极大，失败成本较高。“牛”还是能慢下来的，从估值和基本面的角度来看，指数只是涨快了但并没有涨多。对于还未入场的投资者来说最重要的就是还会有好的入场机会，最简单的方式就是“逢大阴线开多”；对于目前多头仓位很重的投资者而言，减仓也是较好的选择。

国贸期货
宏观金融小组

许青辰
投资咨询号：Z0015042
从业资格号：F3037899

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

正文：

一、市场到底有多热？

A股成交额连续4个交易日超过1.5万亿，这是自15年“疯牛”行情后近5年来市场从未出现过的热情。以自由流通股本为基础，上证指数的换手率连续6个交易日高于长期换手率均值2%，连续4个交易日高于4%，超出均值一倍。

融资客同样跑步入场，近期融资融券余额已超1.3万亿，融资买入额对市场总成交额的占比已超过12%，按照历史经验看该指标超10%市场就已经有过热迹象了，而现在该指标已经连续8个交易日超过11%。

图1：上证指数换手率高于历史均值1倍以上

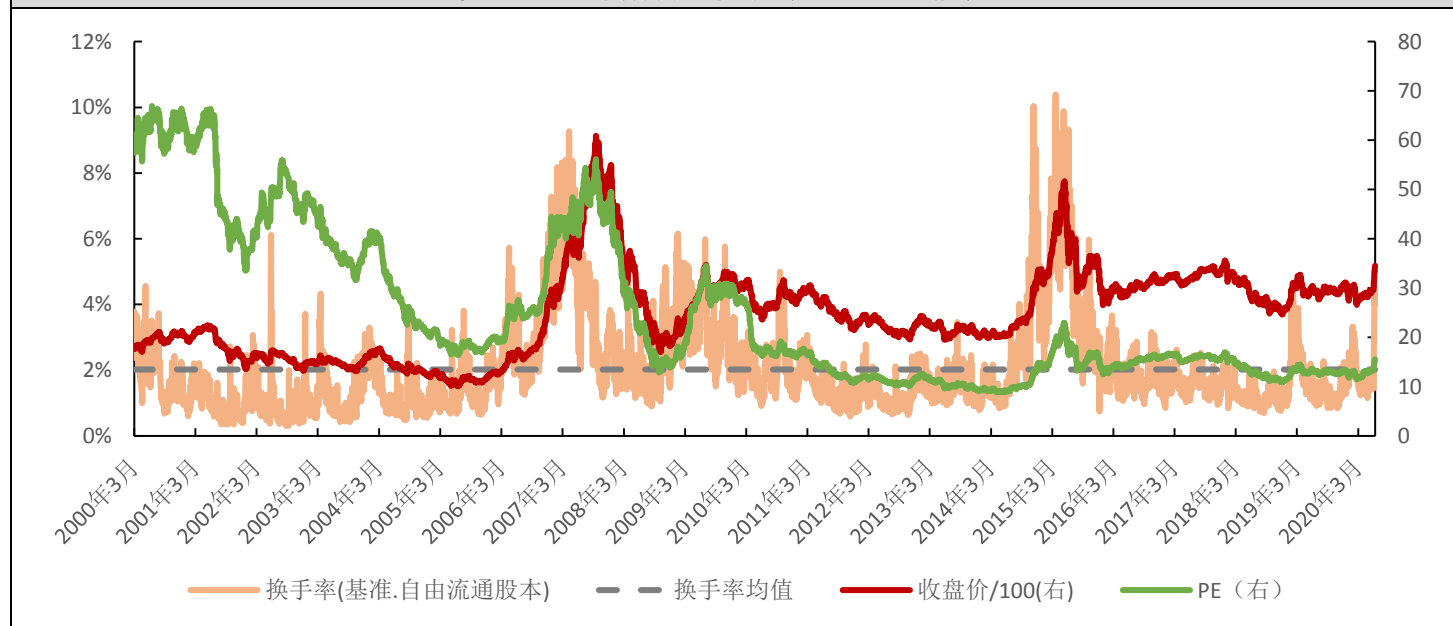
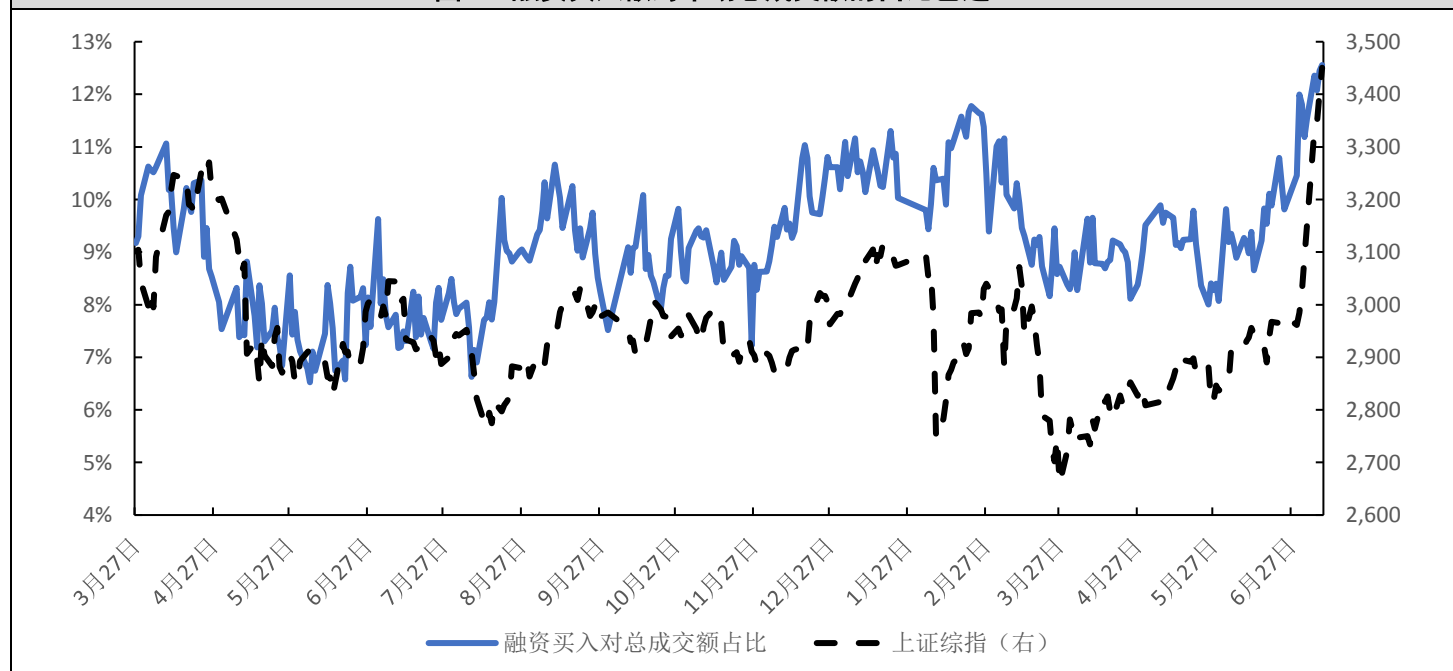


图2：融资买入额对市场总成交额的占比已超12%



数据来源：Wind

从历史波动率的角度来看，虽然目前上证指数的短期（5日和10日）波动率较19年3月和20年2月的两波快速上涨行情还有一些距离，但5日年化31%和10日年化26%的波动率也已经明显偏高。

再从上证50ETF期权的持仓P/C比（看跌期权持仓/看涨期权的持仓）来看，该指标和指数有着极强的正相关性，即持仓P/C比越高指数的位置越高，近期持仓P/C比一直处在历史极高的位置，但值得注意的是7月6日之后指标与指数出现了明显背离，指数继续上攻但持仓P/C比却反而回落，可理解为空头开始认输，“逼空”行情下空头的认输也预示着短期行情行进尾声。

图3：上证综指历史波动率（%）

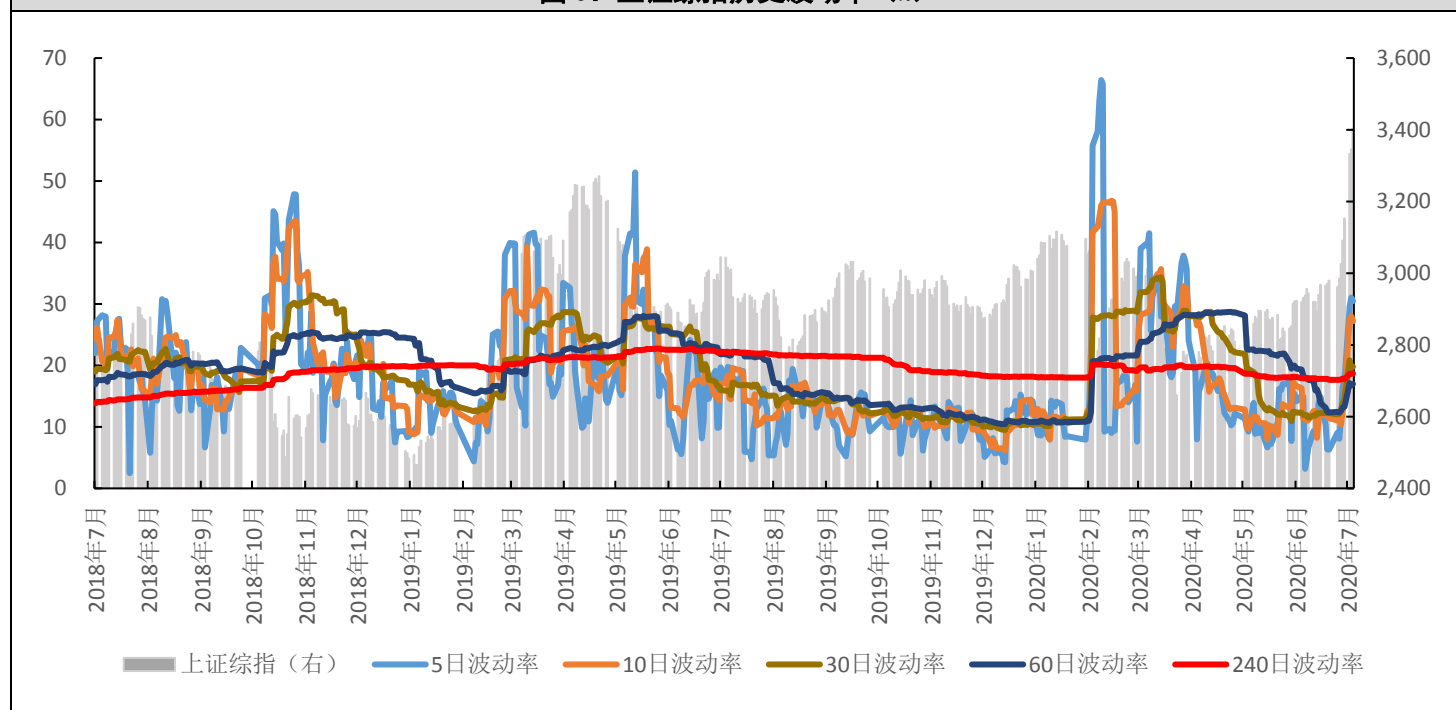


图4：上证50ETF期权持仓P/C比与上证50指数



数据来源：Wind

专业·诚信·进取·共赢

二、市场风格

本周市场风格重新切换，中小盘指数强于大盘指数。随着市场热情的达到空前的热度，市场风险偏好也出现明显提升，导致高估值指数明显强于低估值指数，微利股指数强于绩优股指数，高中股价指数强于低股价指数。

而在行业上，中上游行业的表现要明显好于下游，成长和金融这两个 beta 属性较强的行业两翼齐飞，而代表着“新经济”的 TMT 行业指数也要明显强于代表着“旧经济”的基建行业指数。

表 1：市场风格指数表现（周度）

| | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 市场风格 指数表现 (周度) | 大中小盘 | | | | |
| | 大盘指数 | | 中盘指数 | | 小盘指数 |
| | 9.55% | | 11.06% | | 11.04% |
| | 市盈率 | | | | |
| | 高市盈率 | | 中市盈率 | | 低市盈率 |
| | 12.42% | | 9.27% | | 8.53% |
| | 市净率 | | | | |
| | 高市净率 | | 中市净率 | | 低市净率 |
| | 10.43% | | 9.41% | | 7.86% |
| | 业绩状态 | | | | |
| | 亏损股指数 | | 微利股指数 | | 绩优股指数 |
| | 9.91% | | 12.78% | | 8.70% |
| | 股价高低 | | | | |
| | 高价股指数 | | 中价股指数 | | 低价股指数 |
| | 9.43% | | 11.15% | | 8.82% |
| | 上中下游 | | | | |
| | 上游 | 中游 | 下游 | 基建 | TMT |
| | 13.14% | 11.06% | 7.76% | 7.28% | 13.36% |
| | 行业大类 | | | | |
| | 金融 | 周期 | 消费 | 成长 | 稳定 |
| | 10.03% | 9.30% | 7.73% | 12.93% | 5.36% |

数据来源：Wind

三、“牛”还能慢下来么？

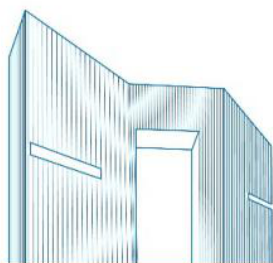
在7月1日当上证指数重返3000点重要指数关口，我们明确的表明了乐观的判断，并认为“慢则长，快则短”，中周期慢牛格局下，3000点只是新的起点不是终点。

- 1、海外疫情造成二次重大风险事件的概率较小；
- 2、财政政策看落地，货币政策仍有空间，整体宏观流动性偏松；
- 3、国内经济持续恢复，二季度环比改善，下半年同比恢复正常水平，上市公司盈利水平也有望出现明显恢复，A股基本面逐季向好；
- 4、注册制改革与风险偏好提升使得科技成为主线，相较三大指数中证500有望持续偏强，下半年仍然看多IC。

上述4点的中期逻辑并没有出现变化，但是不能忽视的是，短期市场确实存在过热的现象，我们长期跟踪的量价因子中，超过75%的因子都显示市场已经超涨。目前行情已经运行到纯粹的资金推动阶段，市场继续的上攻需要场外资金继续快速的入场，但如文中第一部分所述，市场的交投热情已经直逼15年“疯牛”，而“逼空”行情的目的也已经达到，空头已经开始投降，市场在现阶段出现技术性调整的概率较大，而指数快速上攻时的调整力度一般都较大，因为多头氛围下不出现幅度较大的急跌是跌不下来的，但是我们并不建议投资者去逆势做空，因择时难度极大，失败成本较高。我们认为“牛”还是能慢下来的，从估值和基本面的角度来看，指数只是涨快了并没有涨多。既然“牛”可以慢下来，对于还未入场的投资者来说最重要的就是未来还会有好的入场机会，最简单的方式就是“逢大阴线开多”；对于目前多头仓位很重的投资者而言，减仓也是较好的选择。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序

专业·诚信·进取·共赢