

非银金融

证券研究报告

2024年10月08日

判断券商行情演绎阶段的两个量化指标——非银每日谈 20241008

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杜鹏辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523100001
dupenghui@tfzq.com

陈嘉言

联系人

chenjiayan@tfzq.com

问题 1: 10月8日券商走势解读?

板块行情持续加速, 券商指数所有成分股均涨停

10月8日周二, 券商板块指数(801193.SI)大涨10.87%, 板块连续五日上漲, 相对沪深300的超额收益4.94%。结构上看, 板块内所有券商均涨停, 市场情绪继续发酵。

从交易的微观数据观察: 10月8日券商板块成交额1263亿元, 全市场成交额3.485万亿, 券商板块在全市场中成交额占比3.63%, 较前一交易日-1.50Pct; 券商板块交易拥挤度(超额成交 = 券商板块成交额占比 - 券商板块市值占比)1.48%, 拥挤度较前一交易日下降1.59Pct。

问题 2: 如何看待 A 股与港股之间的关系?

找准行情的核心驱动力“居民侧增量资金入市”, A 股是行情的“主战场”

1) 港股今日大幅回调, 或系假期积累的南向资金获利盘集中兑现。

2) 重新审视本轮上涨的核心逻辑, A 股是行情演绎的“主战场”: 货币、财政政策超预期→居民预期改善→居民侧增量资金入市。港股市场并不具备大量国内居民投资者入市的基础, 更多的在于被动的估值修复, A 股是行情的“发动机”和“主战场”。

3) 港股的逻辑在于估值修复: 具体而言具备两层修复空间, 一是 A/H 大幅折价的修复, 二是 PB 绝对估值的修复。本质是海外资金的套利行为, 后续仍可沿这两条主线进行估值修复的挖掘。

问题 3: 如何判断板块行情演绎的进度?

我们认为, 两大指标可以反映券商板块行情演绎的进度。一是券商板块成交额占比和交易拥挤度; 二是 ETF 基金和股指期货升贴水情况。

1) 券商板块成交额占比和交易拥挤度。根据我们10月7日的报告《券商板块微观对比复盘: “更快”“更强”“更高”?——本轮券商行情与2014-15行情对比分析》中提到的观点, “在上涨行情中, 主动持币买入者是推动上涨的因素, 成交量放大意味着越来越多的持筹者认为价格被高估, 倾向于卖出筹码。因此, 成交量放大代表着预期的分歧程度加剧; 反之, 成交量缩小意味着预期的一致程度较高”。考虑到行情从主升段到阶段见顶震荡段演绎的本质是从一致到分歧的过程, 因此交易层面券商板块的成交量可以成为我们观察的重点。

当前本轮行情的一致程度高于14年, 成交量占比和交易拥挤度仍处低位(10月8日分别为3.63%/1.48%)。在券商板块的成交量占比和交易拥挤度达到峰值之前, 板块行情仍可延续。可以进行参考的是2014-2015年的行情, 我们主观认为, 本次行情券商板块从一致转向分歧的成交量占比和拥挤度的预警线为13%/10%。

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《非银金融-行业点评:市场反身性强化成交量放大逻辑, 建议关注头部券商——非银每日谈 20240928》2024-09-29
- 《非银金融-行业点评:高级别政策定调如期而至, 非银金融机构或能显著获益——政治局会议四个核心问题解读》2024-09-26
- 《非银金融-行业点评:为什么多元金融、券商、保险涨幅居前——国新办新闻发布会政策组合拳的核心思考》2024-09-25

图：券商板块成交额占比和拥挤度数据

注：拥挤度(超额成交) = 券商成交额占比 - 券商市值占比；券商数据采用申万证券801193.SI；成交额(亿元)

日期	券商成交	市场成交	成交占比	拥挤度	日期	券商成交	市场成交	成交占比	拥挤度
2014-11-21	403.3	3656	11.03%	9.03%	2024-09-24	492.7	9748	5.05%	3.20%
2014-11-24	623.8	5750	10.85%	8.75%	2024-09-25	634.9	11621	5.46%	3.59%
2014-11-25	386.5	5242	7.37%	5.30%	2024-09-26	707.9	11667	6.07%	4.15%
2014-11-26	518.2	5664	9.15%	7.00%	2024-09-27	891.1	14562	6.12%	4.10%
2014-11-27	646.7	6096	10.61%	8.36%	2024-09-30	1338.4	26125	5.12%	3.08%
2014-11-28	644.3	7002	9.20%	6.99%	2024-10-08	1263.4	34851	3.63%	1.48%
2014-12-01	691.2	6802	10.16%	7.91%					
2014-12-02	808.4	6631	12.19%	9.81%					
2014-12-03	1037.6	8977	11.56%	9.14%					
2014-12-04	843.2	8692	9.70%	7.17%					
2014-12-05	1345.4	10505	12.81%	10.04%					
2014-12-08	1276.4	9608	13.28%	10.32%					
2014-12-09	1931.6	12439	15.53%	12.47%					
2014-12-10	1500.9	8396	17.88%	14.88%					
2014-12-11	1048.1	7761	13.51%	10.74%					
2014-12-12	1063.0	6833	15.56%	12.74%					
2014-12-15	785.7	6965	11.28%	8.40%					
2014-12-16	1475.8	7767	19.00%	15.90%					
2014-12-17	1751.9	8900	19.69%	16.45%					

资料来源：wind，天风证券研究所

2) ETF 基金和股指期货 (IF) 升贴水情况。我们认为，ETF 基金和股指期货的走势隐含了市场对于未来走势的判断，也体现了政策资金引导的方向。因此，当 ETF 基金场内交易价格处于溢价、股指期货处于升水状态时，后续指数和板块的走势倾向于乐观。

我们选择具有代表性的两只场内 ETF，券商 ETF (512900) 和沪深 300ETF (510300)，和当前沪深 300 股指期货主力合约 (IF2410) 进行观察。

10 月 8 日，券商 ETF 场内交易收盘价 1.209，IOPV (参考性单位基金净值) 1.231，折价率 1.8% (主要系 ETF 存在 10% 的涨幅限制，而券商板块涨幅超过 10% 所致)，后续重点观察能否转换为溢价。

沪深 300ETF (510300) 场内交易收盘价 4.412，IOPV 4.338，溢价率 1.7%，后续重点观察溢价能否持续。

沪深 300 股指期货主力合约 IF2410 收盘价 4261.2，沪深 300 收盘价 4256.1，期货合约升水 5.1 个基点，后续重点观察升水能否延续。

风险提示：改革推进不及预期；资本市场大幅波动；居民资产配置迁移不及预期；量化指标判断基于往期数据，未来或发生变动

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com