



## 相关研究

《上周 188 只固收+产品业绩创历史新高——绝对收益产品及策略周报

(20240923-20240927)》2024.09.30

《大额买入与资金流向跟踪

(20240923-20240927)》2024.09.30

《A 股市场有望开启阶段性行情——量化择时和拥挤度预警周报 (20240929)》  
2024.09.29

## 阶段性行情有望延续——量化择时和拥挤度预警周报 (20241013)

## 投资要点:

- **上周 (2024.10.08-2024.10.11) 市场回顾。**上周 A 股市场小幅回调。上证 50 指数下跌 2.72%，沪深 300 指数下跌 3.25%，中证 500 指数下跌 4.74%，创业板指下跌 3.41%。当前全市场 PE (TTM) 为 17.8 倍，处于 2005 年以来的 41.4% 分位点。日历效应上，2005 年以来，各大宽基指数在 10 月上半月均表现较好。上周，A 股在大幅反弹后出现技术性回调。从技术面上看，Wind 全 A 指数依旧处于 SAR 反转点位之上；行业复合趋势因子突破阈值，发出买入信号。从消息面上来看，我国财政部继续计划推出一揽子有针对性的增量政策。结合以上两点，我们认为，A 股市场的阶段性行情有望延续。
- **阶段性行情有望延续。**从量化指标上看，基于沪深 300 指数的流动性冲击指标周五为 -2.19，低于前一周 (-1.55)，意味着当前市场的流动性高于过去一年平均水平 -2.19 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡下降，周五为 0.72，低于前一周 (0.83)，投资者对上证 50ETF 短期走势乐观程度上升。上证综指和 Wind 全 A 五日平均换手率分别为 2.08% 和 3.13%，处于 2005 年以来的 87.95% 和 94.45% 分位点，交易活跃度大幅上升。从宏观因子上看，1. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为 -0.74%、0.4%。2. 根据国家统计局公布的数据，中国 9 月官方制造业 PMI 为 49.8，高于前值 (49.1)；中国 9 月财新制造业 PMI 为 49.3，低于前值 (50.4)。事件驱动上，1. 上周美股市场继续上行，道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周收益率分别为 1.21%、1.11%、1.13%。根据新浪财经，美国劳工统计局公布数据显示：美国 9 月 CPI 同比上涨 2.4%，虽然为 2021 年 2 月以来最低水平，较前值 2.5% 有所放缓，但超出预期值 2.3%；9 月核心 CPI (剔除波动较大的食品和能源成本) 同比上涨 3.3%，也是超出预期和前值 3.2%；环比上涨 0.3%，高于预期 0.2%，持平于前值，为 3 月份以来的最高水平。2. 根据新浪财经，财政部部长蓝佛安介绍，2024 年安排财政赤字 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元；新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元，比上年增加 1000 亿元；发行 1 万亿元超长期特别国债，用好 2023 年增发国债资金，全年一般公共预算支出规模达到 28.55 万亿元，持续保持较高支出强度，为高质量发展提供有力支撑。技术分析上，1. 从 SAR 指标来看，Wind 全 A 指数于 9 月 24 日向上突破翻转指标；2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数，当前市场得分为 185，处于 2021 年以来的 100% 分位点。根据海通量化团队前期发布的专题报告《大类资产与中观配置研究 (二) ——权益资产择时之市场趋势因子》，我们发现，可以从行业维度构建相关指标，作为观察市场行情启动的信号，因子在绝对值超过一定水平后，后期市场基本都有一段时期的上涨行情。而在接近顶部的位置，因子会有绝对值的突降，触发空仓信号。关于指标的详细计算方法与历史效果，请参考对应专题报告。截至 2024.09.30，行业复合趋势因子为 0.62，突破阈值 0.6，发出买入信号。上周，A 股在大幅反弹后出现技术性回调。从技术面上看，Wind 全 A 指数依旧处于 SAR 反转点位之上；行业复合趋势因子突破阈值，发出买入信号。从消息面上来看，我国财政部继续计划推出一揽子有针对性的增量政策。结合以上两点，我们认为，A 股市场的阶段性行情有望延续。
- **因子拥挤度观察：低估值因子收益率下滑明显。**小市值因子拥挤度 0.20，低估值因子拥挤度 0.52，高盈利因子拥挤度 -0.48，高盈利增长因子拥挤度 -0.90。
- **行业拥挤度：电子、通信、非银金融、传媒和计算机的行业拥挤度相对较高。**电子和美容护理的行业拥挤度上升幅度相对较大。
- **风险提示：市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。**

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@haitong.com

证书:S0850511040004

分析师:曹君豪

Tel:(021)23185657

Email:cjh13945@haitong.com

证书:S0850524010001

## 目 录

1. 阶段性行情有望延续.....	4
2. 因子拥挤度观察：低估值因子收益率下滑明显.....	6
3. 行业拥挤度：电子、通信、非银金融、传媒和计算机的行业拥挤度相对较高.....	7
4. 风险提示.....	9

## 图目录

图 1	2005-2023 年 10 月上半月指数涨跌幅 (%)	4
图 2	2021 年以来 Wind 全 A 指数及其翻转信号走势	5
图 3	2021 年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势	6
图 4	Wind 全 A 指数及行业复合趋势因子走势	6
图 5	小市值因子净值与因子复合拥挤度	7
图 6	低估值因子净值与因子复合拥挤度	7
图 7	高盈利因子净值与因子复合拥挤度	7
图 8	高增长因子净值与因子复合拥挤度	7
图 9	行业拥挤度 (2024.10.11)	8

## 表目录

表 1	2024 年 9 月部分宏观数据	4
表 2	复合因子拥挤度及分项得分 (2024.10.11)	7
表 3	行业拥挤度变化	9

## 1. 阶段性行情有望延续

上周 A 股市场小幅回调。上证 50 指数下跌 2.72%，沪深 300 指数下跌 3.25%，中证 500 指数下跌 4.74%，创业板指下跌 3.41%。当前全市场 PE (TTM) 为 17.8 倍，处于 2005 年以来的 41.4%分位点。日历效应上，2005 年以来，各大宽基指数在 10 月上半月均表现较好。上周，A 股在大幅反弹后出现技术性回调。从技术面上看，Wind 全 A 指数依旧处于 SAR 反转点位之上；行业复合趋势因子突破阈值，发出买入信号。从消息面上来看，我国财政部继续计划推出一揽子有针对性的增量政策。结合以上两点，我们认为，A 股市场的阶段性行情有望延续。

从量化指标上看，基于沪深 300 指数的流动性冲击指标周五为-2.19，低于前一周 (-1.55)，意味着当前市场的流动性高于过去一年平均水平-2.19 倍标准差。上证 50ETF 期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡下降，周五为 0.72，低于前一周 (0.83)，投资者对上证 50ETF 短期走势乐观程度上升。上证综指和 Wind 全 A 五日平均换手率分别为 2.08%和 3.13%，处于 2005 年以来的 87.95%和 94.45%分位点，交易活跃度大幅上升。

从宏观因子上看，1. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为-0.74%、0.4%。2. 根据国家统计局公布的数据，中国 9 月官方制造业 PMI 为 49.8，高于前值 (49.1)；中国 9 月财新制造业 PMI 为 49.3，低于前值 (50.4)。

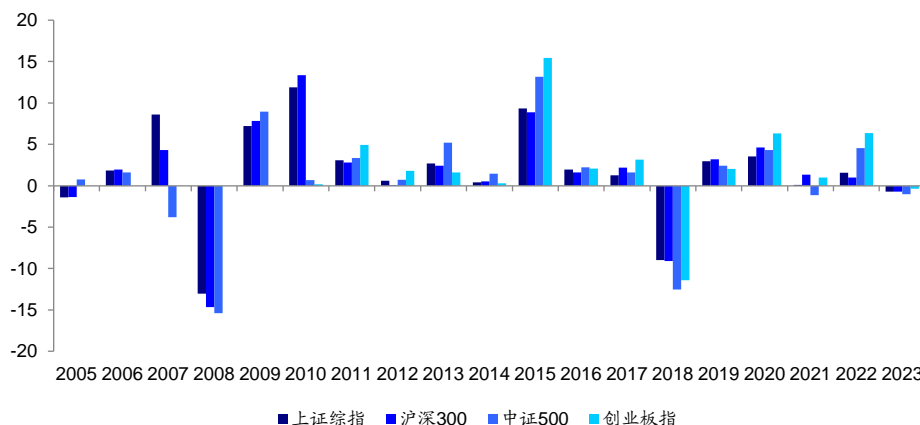
表 1 2024 年 9 月部分宏观数据

	当月	Wind 一致预测	前值
PMI	49.8	-	49.1
财新 PMI	49.3	-	50.4
CPI 同比	-	0.71%	0.6%
PPI 同比	-	-2.52%	-1.8%
新增人民币贷款 (亿元)	-	17450	9000
M2 同比	-	6.33%	6.3%

资料来源：Wind，海通证券研究所

日历效应上，2005 年以来，上证综指、沪深 300、中证 500、创业板指在 10 月上半月的上涨概率分别为 83%、83%、78%、92%，涨幅均值分别为 1.73%、1.59%、0.9%、2.39%，涨幅中位数分别为 1.84%、1.97%、1.61%、1.92%，各大宽基指数表现较好。

图1 2005-2023 年 10 月上半月指数涨跌幅 (%)

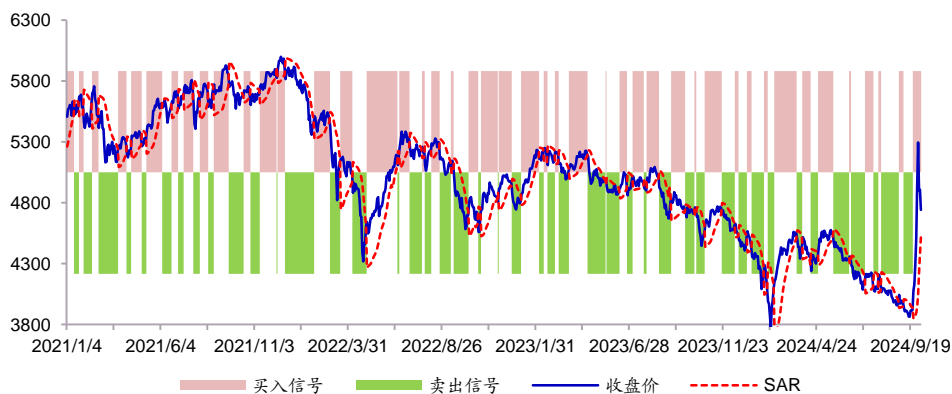


资料来源: Wind, 海通证券研究所

事件驱动上, 1. 上周美股市场继续上行, 道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数周收益率分别为 1.21%、1.11%、1.13%。根据新浪财经, 美国劳工统计局公布数据显示: 美国 9 月 CPI 同比上涨 2.4%, 虽然为 2021 年 2 月以来最低水平, 较前值 2.5%有所放缓, 但超出预期值 2.3%; 9 月核心 CPI (剔除波动较大的食品和能源成本) 同比上涨 3.3%, 也是超出预期和前值 3.2%; 环比上涨 0.3%, 高于预期 0.2%, 持平于前值, 为 3 月份以来的最高水平。2. 根据新浪财经, 财政部部长蓝佛安介绍, 2024 年安排财政赤字 4.06 万亿元, 比上年年初预算增加 1800 亿元; 新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元, 比上年增加 1000 亿元; 发行 1 万亿元超长期特别国债, 用好 2023 年增发国债资金, 全年一般公共预算支出规模达到 28.55 万亿元, 持续保持较高支出强度, 为高质量发展提供有力支撑。

技术分析上, 1. 从 SAR 指标来看, Wind 全 A 指数于 9 月 24 日向上突破翻转指标; 2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数<sup>1</sup>, 当前市场得分为 185, 处于 2021 年以来的 100%分位点。

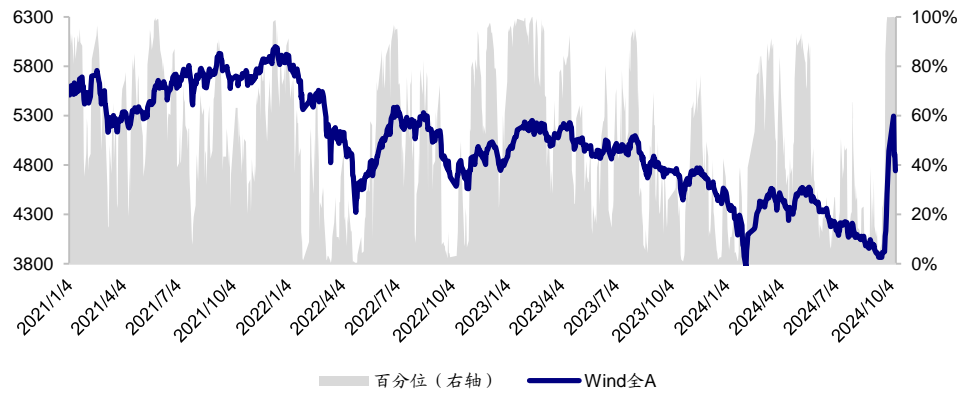
图2 2021 年以来 Wind 全 A 指数及其翻转信号走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

<sup>1</sup> 均线强弱指数采用 Wind 二级行业指数的 8 日、13 日、21 日等 8 种均线组合, 比较不同均线与目前收盘价的相对位置, 预测目前市场顶部/底部是否显现。

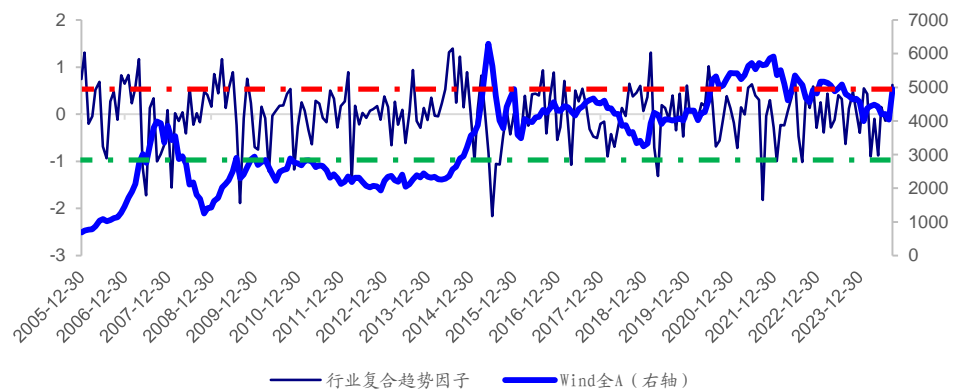
图3 2021 年以来 Wind 全 A 指数及市场均线强弱指数百分位走势



资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：根据 Wind 二级行业指数点位计算

根据海通量化团队前期发布的专题报告《大类资产与中观配置研究（二）——权益资产择时之市场趋势因子》，我们发现，可以从行业维度构建相关指标，作为观察市场行情启动的信号，因子在绝对值超过一定水平后，后期市场基本都有一段时期的上涨行情。而在接近顶部的位置，因子会有绝对值的突降，触发空仓信号。关于指标的详细计算方法与历史效果，请参考对应专题报告。截至 2024.09.30，行业复合趋势因子为 0.62，突破阈值 0.6，发出买入信号。

图4 Wind 全 A 指数及行业复合趋势因子走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

上周，A 股在大幅反弹后出现技术性回调。从技术面上看，Wind 全 A 指数依旧处于 SAR 反转点位之上；行业复合趋势因子突破阈值，发出买入信号。从消息面上来看，我国财政部继续计划推出一揽子有针对性的增量政策。结合以上两点，我们认为，A 股市场的阶段性行情有望延续。

## 2. 因子拥挤度观察：低估值因子收益率下滑明显

因子拥挤，是指跟踪或者投资某一因子的资金过多，使得该因子的收益或者收益稳定性下降的现象。因此，因子拥挤度指标可作为因子失效的预警指标。

根据海通量化团队前期发布的专题报告《选股因子系列（四十二）——因子失效预警：因子拥挤》，我们使用估值价差、配对相关性、长期收益反转、因子波动率这四个指标度量因子拥挤程度。关于指标的详细计算方法与历史效果请参考对应专题报告。

下表展示了使用截至 2024 年 10 月 11 日的数据计算得到的常见因子的拥挤度。



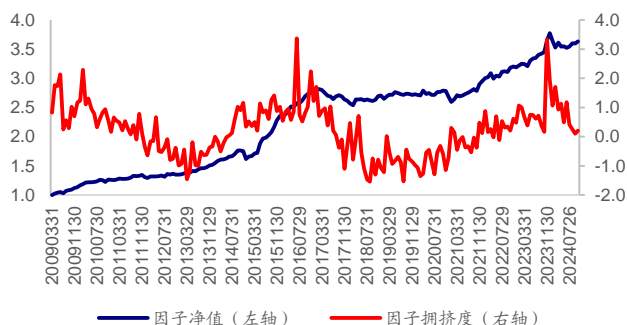
表 2 复合因子拥挤度及分项得分 (2024.10.11)

	小市值	低估值	高盈利	高增长
估值价差	0.55	1.15	-0.80	-0.55
配对相关性	-0.13	1.02	0.82	0.27
市场波动	-0.74	-1.33	-1.08	-1.36
收益反转	1.14	1.24	-0.86	-1.94
综合打分	0.20	0.52	-0.48	-0.90

资料来源: Wind, 海通证券研究所

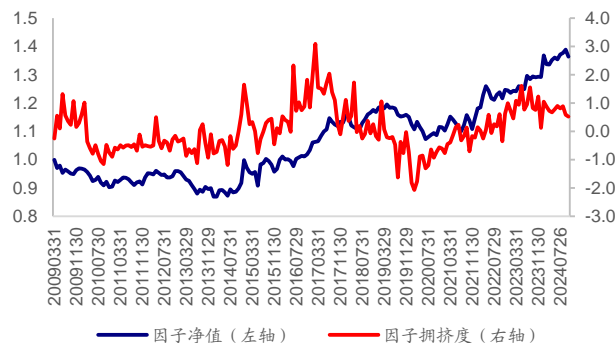
以下四图分别展示了小市值、低估值、高盈利、高增长的复合拥挤度与因子净值历史走势。其中,小市值因子拥挤度 0.20,低估值因子拥挤度 0.52,高盈利因子拥挤度-0.48,高盈利增长因子拥挤度-0.90。

图5 小市值因子净值与因子复合拥挤度



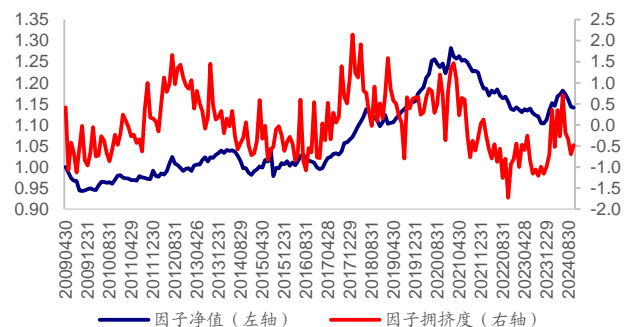
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 低估值因子净值与因子复合拥挤度



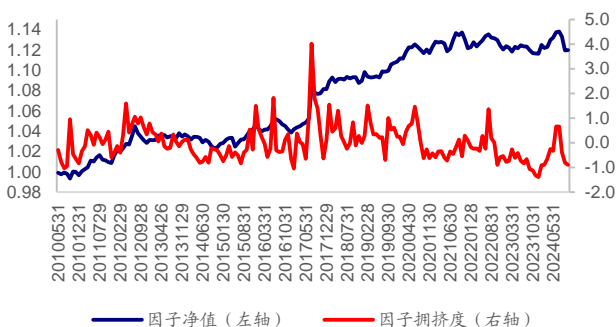
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 高盈利因子净值与因子复合拥挤度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 高增长因子净值与因子复合拥挤度

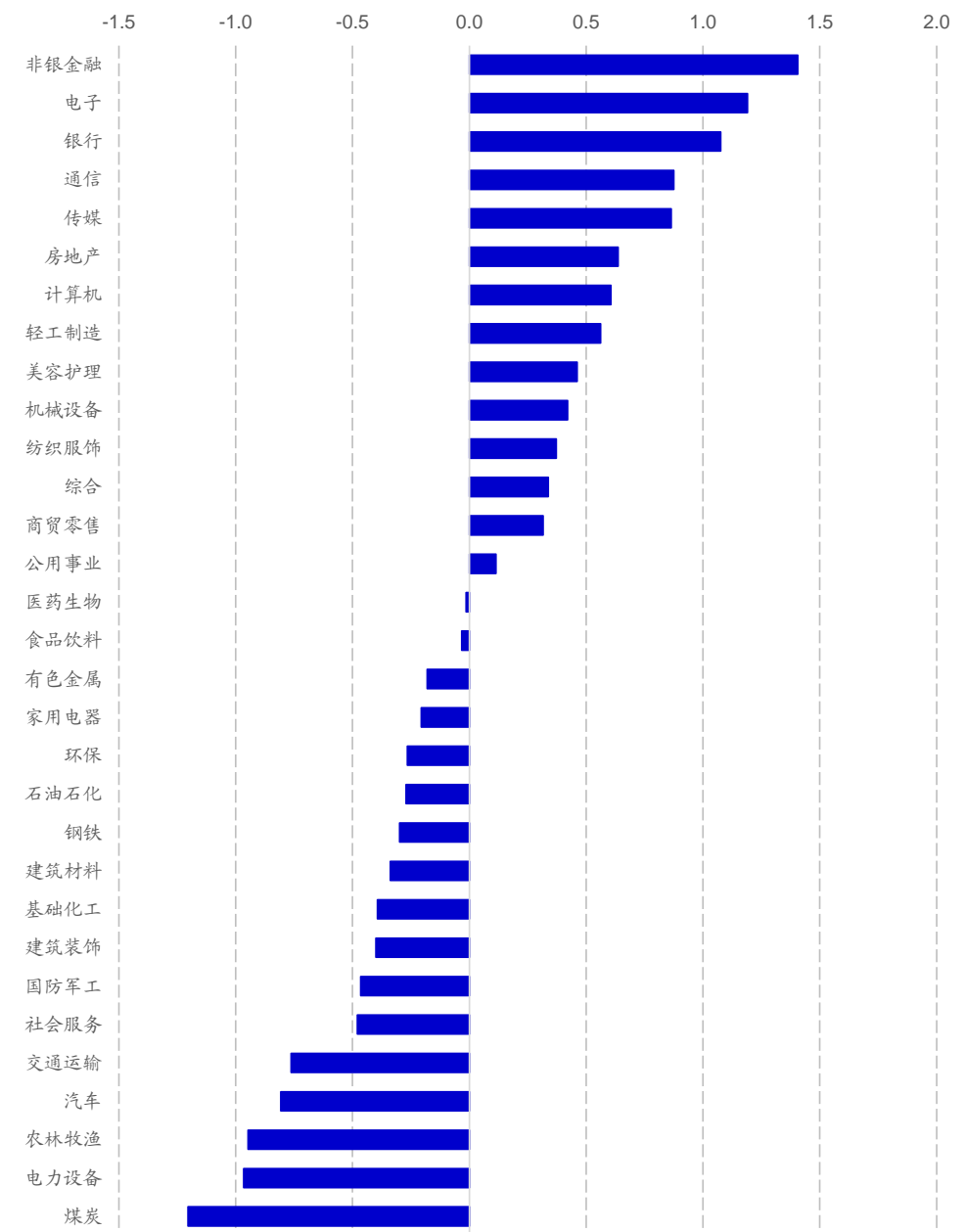


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 行业拥挤度: 电子、通信、非银金融、传媒和计算机的行业拥挤度相对较高

根据海通量化团队前期发布的专题报告《行业轮动系列研究 15——行业板块拥挤度》，截至 2024 年 10 月 11 日，电子、通信、非银金融、传媒和计算机的行业拥挤度相对较高，电子和美容护理的行业拥挤度上升幅度相对较大。下列图表展示了截至 2024 年 10 月 11 日的行业拥挤度及相对上个月的变化。

图9 行业拥挤度 (2024.10.11)



资料来源: Wind, 海通证券研究所



表 3 行业拥挤度变化

行业名称	20241011 拥挤度	20240930 拥挤度	拥挤度变化
电子	1.30	1.19	0.11
美容护理	0.56	0.46	0.10
国防军工	-0.58	-0.63	0.04
综合	0.09	0.06	0.03
家用电器	-0.43	-0.46	0.03
基础化工	-0.55	-0.57	0.01
计算机	0.66	0.66	0.00
煤炭	-1.42	-1.38	-0.04
通信	0.87	0.92	-0.05
医药生物	-0.17	-0.12	-0.06
钢铁	-0.42	-0.36	-0.06
电力设备	-1.18	-1.11	-0.07
交通运输	-1.08	-1.01	-0.07
轻工制造	0.24	0.33	-0.09
社会服务	-0.60	-0.51	-0.09
石油石化	-0.55	-0.45	-0.10
商贸零售	-0.02	0.09	-0.12
传媒	0.72	0.84	-0.12
环保	-0.70	-0.54	-0.17
银行	0.56	0.75	-0.19
有色金属	-0.60	-0.40	-0.20
建筑材料	-1.01	-0.79	-0.22
食品饮料	-0.56	-0.34	-0.22
农林牧渔	-1.36	-1.12	-0.24
公用事业	-0.24	0.04	-0.27
机械设备	-0.05	0.27	-0.32
建筑装饰	-0.95	-0.63	-0.32
汽车	-1.55	-1.21	-0.35
房地产	0.05	0.40	-0.35
非银金融	0.84	1.22	-0.38
纺织服饰	-0.38	0.05	-0.42

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 风险提示

市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。

## 信息披露

### 分析师声明

郑雅斌 金融工程研究团队  
曹君豪 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。