

再论中特估的逻辑

摘 要

五一后盘面交易透露出的信息已经相对明朗：

- 1、股指向好趋势得到了夯实；
- 2、“中特估”的主线地位进一步得到确认；

我们认为今年的主线在“中特估”是因为高息美元的持续和国内资产荒逻辑的演绎。据此，我们也能推演出卖出“中特估”的时机，要么是高息美元趋势即将逆转的时候，要么就是国内资产荒有望结束的时候。

策略依然推荐逢低做多，优先推荐 IH 和 IF。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

一、行情回顾和分析

节前的周报中我们提示了行情回调带来的上车机会，并认为五一后市场主线会更加明朗。

时至今日，盘面已经相对明朗。一方面，股指趋势的确定性得到了肯定，无论是4月政治局会议透露出的信息，还是5月FOMC会议暗示利率可能已经达到了限制性水平，都有利于A股走牛基础的夯实。我们此前强调的且调整且珍惜的机会转瞬即逝。以沪深300指数来看，点位处在前低3935之下的时间只有2个交易日，在120天线之下的交易时间也仅有3天。从4月27日开始，A股的强势拉升很难让人抓到安稳上车的机会，一边害怕追高，一边害怕踏空的情绪在市场上表现的很明显。我们认为此次从4月中旬开始的调整，幅度已经基本到位，但时间上仍有待磨合。

本周五，我们再次查看了前期出现过热的盘面指标，发现四大指数的换手率/振幅指标再次走高，但其他盘面指标，如期权持仓PCR则分歧较大，例如沪深300ETF期权的PCR指标是回落的，但上证50ETF期权的PCR指标则快速上升。再如，融资买入额占A股成交比例明显回落，IM和IC的升贴水与成交量的关系也再次回归常态，这意味着后续盘面出现如4月下旬那般快速大幅回调的概率大幅降低。

同时，50盘面指标热度与其他指数存在明显的差异的重要原因是“中特估”概念的进一步走强。虽然之前“中特估”和AI同为热门概念板块，但是五一前后“中特估”明显有反超AI板块的迹象，尤其是五一后两个交易日，中特估多个标的股价持续新高，市场成交量也逐步放大，这和换手率居高不下相互印证，说明筹码和资金在快速的流转。这样的结果是，要么“中特估”冲高，筹码资金的交换游戏就此结束，要么之后市场逐渐认可“中特估”的主线地位，吸引更多的资金流入。

从基本面视角来看，我们认为第二种出现的概率更大一些。早在3月17日的周报《市场主线逐渐成型——论中特估的机会》中，我们就提过“**在高息美元的背景下，低估值股票会更具备优势**”，这是我们当时认为“中特估”比AI更有可能成为年度主线的原因所在。当时，“中特估”和AI轮番表现的原因也在于市场对美联储年内降息预期存在较大的分歧，而当时由于硅谷银行事件的爆发会降息的预期占主导地位，因此，AI这种带着科技属性，更依赖远期业绩预期的标的表现会较好。

图 1.1 联邦基金利率期货暗示的 6 月降息概率 (%)



资料来源：Bloomberg

随着 5 月 FOMC 会议的落幕，美联储对年内降息的口吻是比较谨慎的，尤其鲍威尔在发布会上表示偏高的通胀前景不支持降息，谈到经济前景，他表示经济大概率会实现平和的增长，同时表示预测指向的衰退是浅衰退，而债务上限和银行业危机的救助措施与货币政策并不冲突，因此，降息预期大幅下降。虽然从联邦基金利率期货看市场对降息依然偏乐观，但年初至今的经验告诉我们，我们得以 FED 的基调为准。

5 月 FOMC 会议对 A 股的主要影响有两点：第一，加息接近尾声/甚至有可能结束了，继续夯实 A 股走牛基础；第二，今年高息美元持续的时间比市场原来预期的要久，至少目前数据并不支持降息的发生，这意味着 A 股风格上会继续倚重低估值的板块。

此外，“中特估”另一个重要特征是高分红、高股息率。近期国债期货持续走强的一个重要原因是资产荒，目前国内流动性状况相对充裕，而经济预期却偏差，导致市场风险偏好不高，这种资产荒的逻辑不仅在债市起效，在股市也同样起效。举个例子，工商银行以目前股价计算的股息率有 5.8%，而在 3 月中旬工行的股息率能达到 6.5%。这批股票在 2022 年大幅下跌后，股价的安全边际相对较高，这种情况下来自这批股票 5-6% 的收益率和目前 10 年期国债收益率 2.7% 相比，吸引力巨大。

至此，我们看多“中特估”的逻辑已经非常清晰，即高息美元的持续叠加国内资产荒。那么什么时候是“中特估”卖出的时候？要么是高息美元趋势即将逆转的时候，要么就是国内资产荒有望结束的时候。具体来说，高息美元的结束和降息预期息息相关，国内资产荒逻辑和经济预期高度相关，因此，关注的重点回归到了中美的基本面数据上。

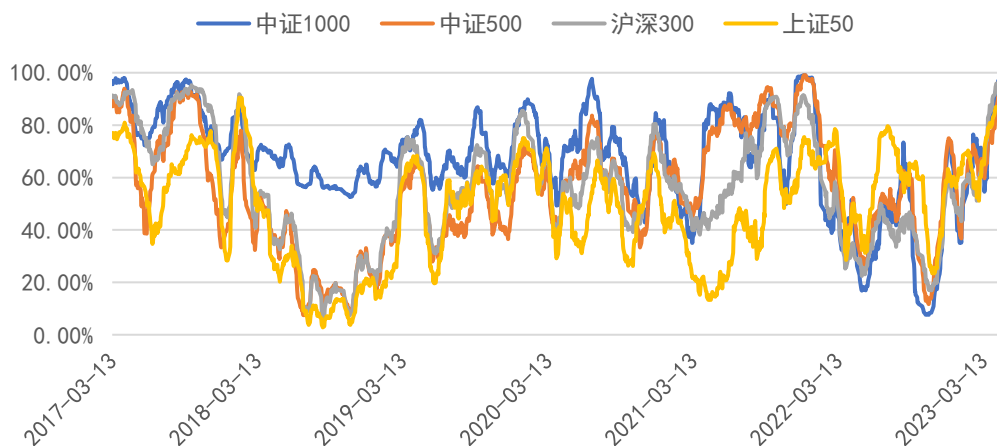
二、策略推荐及跟踪

策略依然推荐逢低做多，优先推荐 IH 和 IF。

三、一周趣图

指数单位振幅换手率仍处在历史高位。

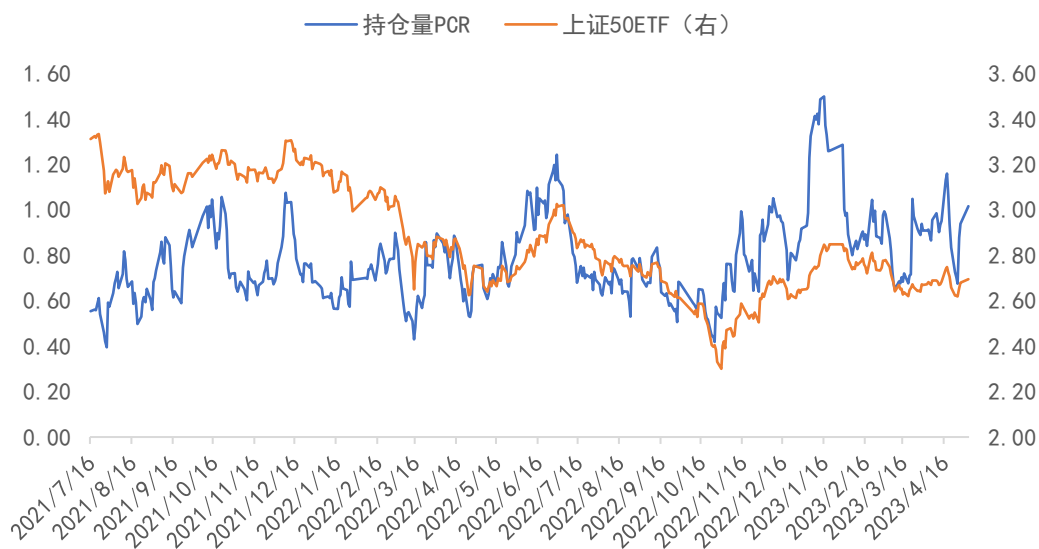
图 3.1 四大指数单位振幅换手率历史分位数



资料来源：ifind 南华研究

50ETF 期权持仓 PCR 指标本周明显回升。

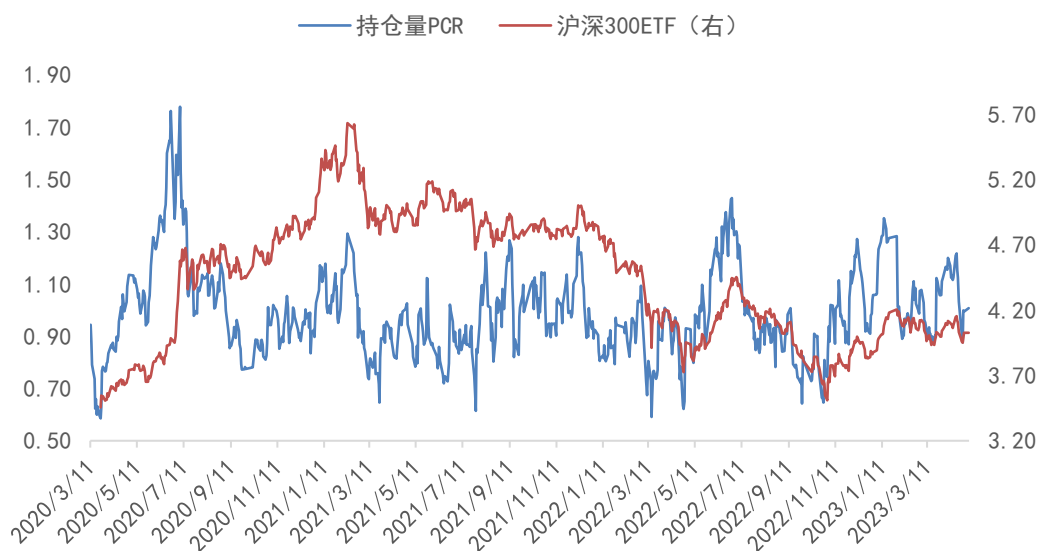
图 3.2 上证 50ETF 期权持仓 PCR



资料来源: ifind 南华研究

300ETF 期权持仓 PCR 指标本周有所回落。

图 3.3 沪深 300ETF 期权持仓 PCR



资料来源: Ifind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点