

暴跌之后，牛市还在不在

2015年6月23日

艾瑞资产研究中心



投资要点：暴跌之后，牛市还在不在

流动性冲击下，A股市场恐慌性下跌

上周A股市场暴跌，沪深300指数下跌13.08%，创业板指数下跌15%，中小板指数下跌14.36%，周跌幅之大，为多年来罕见。面对股市暴跌，很多人惊呼：是不是牛市已经结束了？相对来说，牛市是否终结是一个中长期判断，我们认为本轮下跌更多是由于累计涨幅过大下短期流动性冲击造成的一次调整。部分投资者杠杆过大，在下跌中被强制平仓，形成“踩踏效应”，造成本次调整幅度和速度远大于预期。

短期调整可能尚未结束

对于下周市场走势，我们还不能说市场的调整已经完成，因为有大量股票在上周五处于跌停状态，很多账户平仓动作尚未完成，下周开盘仍会有大量平仓盘及止损盘涌出，并且随着市场下跌会带来新的平仓盘和止损盘，市场短期仍会惯性下跌，直到流动性改善，或者市场跌到一定程度，能够吸引场内外资金抄底。预计随着市场下跌，部分股票估值吸引力显现，另外打新冻结资金回流，市场在本周的中后期有望反弹。

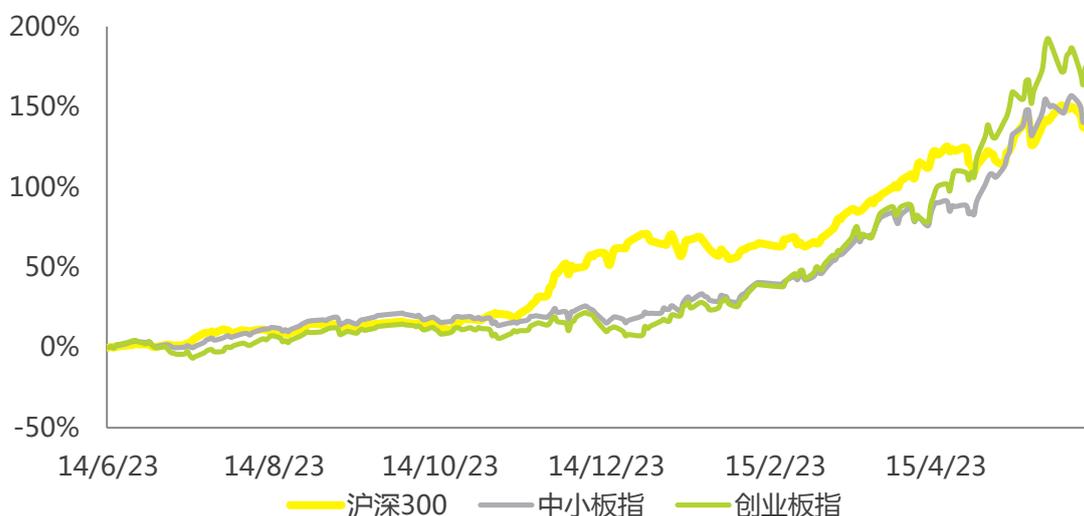
综合看，还不能得出本轮牛市结束的结论

如前所述，牛市是否结束是一个中长期判断，需要综合分析驱动本轮牛市的各个关键因素后得出。驱动本轮牛市的关键因素有：居民资产配置行为改变，低估值，改革预期和货币宽松。而股票场内融资和场外配资带来的杠杆资金则成为本轮牛市的加速器。目前看，除了牛市启动之初的低估值因素，其他驱动牛市的三个因素都没有改变：居民资产配置调整远未完成；改革预期仍在；货币政策将维持宽松。

反弹买什么

如前所述，我们预计在本周中后期会有反弹，但是反弹应该买什么？这是一个技术问题，分为短期抢反弹和中长期布局两个思路：如果短期抢反弹，自然应该买前期跌幅较大的品种，如一带一路、科技股等，但是考虑到控制风险，布局下半年，我们建议买入估值与国际接轨的蓝筹股如地产、保险、银行等，消费医药龙头公司也是比较好的中长线品种。

过去一年A股市场走势



牛市是否终结是一个中长期判断，我们认为本轮下跌更多是由于累计涨幅过大下短期流动性冲击造成的一次调整

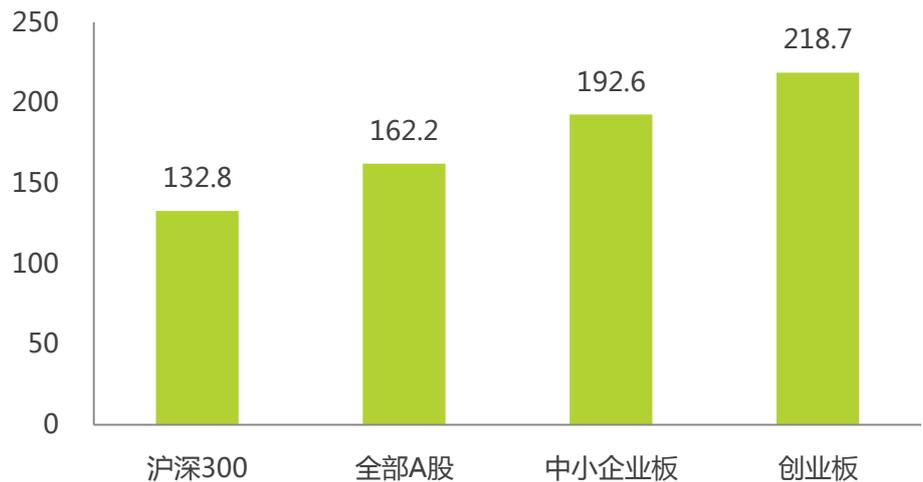
众多流动性因素冲击下恐慌性下跌

上周A股市场暴跌，沪深300指数下跌13.08%，创业板指数下跌15%，中小板指数下跌14.36%，周跌幅之大，为多年来罕见。面对股市暴跌，很多人惊呼：是不是牛市已经结束了？

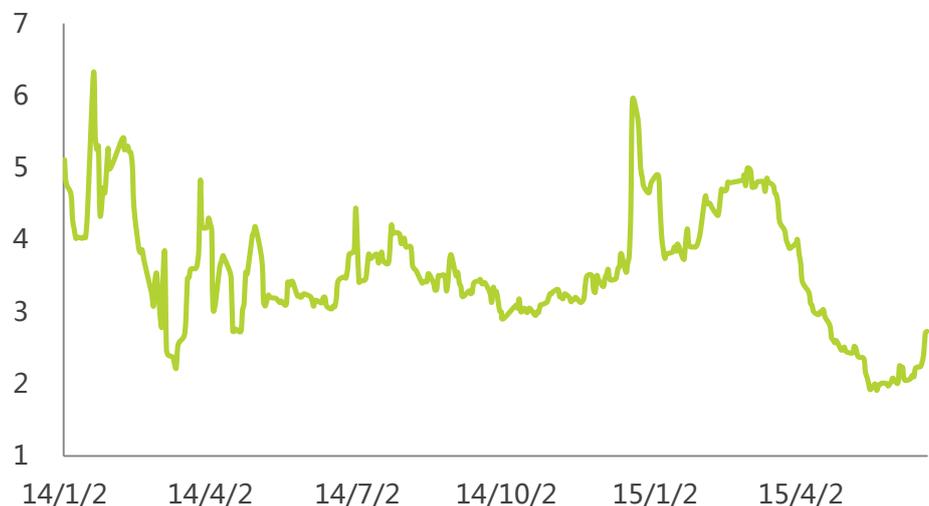
相对来说，牛市是否终结是一个中长期判断，我们认为本轮下跌更多是由于累计涨幅过大下短期流动性冲击造成的一次调整。

在本周调整之前，A股在一年之内累计涨幅达到160%，其中创业板和中小板涨幅更是达到惊人的两倍，积累了大量的获利盘，存在获利回吐的需求。证监会打击场外配资，力促股票市场降杠杆，短期打破了市场的资金供求平衡，而国泰君安300亿元IPO冻结大量资金，为应付年中考核，部分股市资金回流银行，更是造成短期资金面雪上加霜，这些短期流动性冲击触发了本次调整。

A股一年来涨幅巨大（%）



银行间7日回购利率

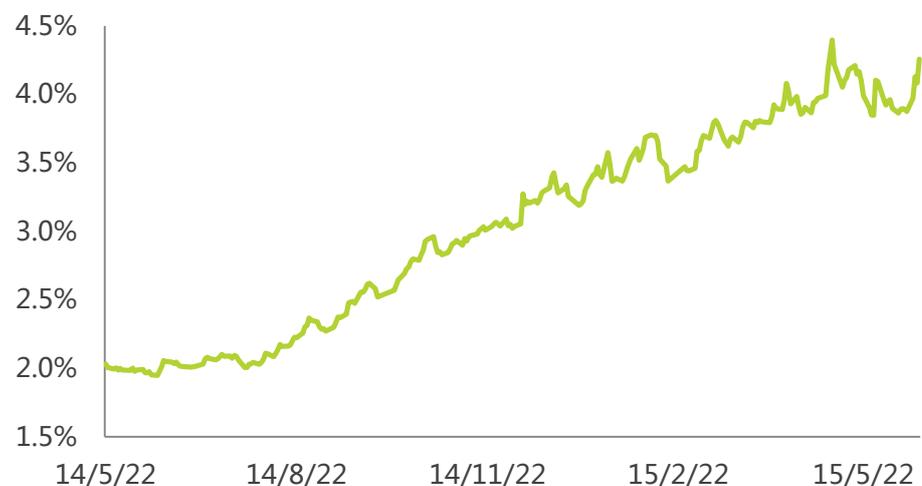


数据来源：Wind，艾瑞资产研究中心,2015.6.18

高杠杆账户被强制平仓形成的“踩踏效应”使本轮下跌幅度超过预期

从前图中银行间回购利率走势看，本轮流动性冲击并不大，这种冲击正常情况下不会有太大杀伤力。但是，大家不要忘了本轮牛市跟以前牛市很大区别在于参与者杠杆很高，投资者一方面通过场内融资加杠杆，还有不少资金通过场外配资加杠杆。部分场外配资杠杆达到1:10，持有股票市值下跌不到10%就足以引发强制平仓，这些平仓又可能引发稍高一点杠杆账户平仓，同时带动一些投资者止损动作，如此引发连锁反应，即形成了通常所说的“踩踏效应”，市场的下跌幅度会大大超出正常范围。

A股融资余额/流通总市值



数据来源：Wind，艾瑞资产研究中心

短期踩踏仍将继续，本周中后期股市有望迎来反弹

短期调整可能尚未结束

虽然我们在月报和上周周报中提示了流动性冲击风险，但是市场调整的幅度还是超出了我们预期，主要是对高杠杆下股市下跌中形成的“踩踏效应”估计不足。

对于下周市场走势，我们还不能说市场的调整已经完成，因为有大量股票在上周五处于跌停状态，很多账户平仓动作尚未完成，下周开盘仍会有大量平仓盘及止损盘涌出，并且随着市场下跌会带来新的平仓盘和止损盘，市场短期仍会惯性下跌，直到流动性改善，或者市场跌到一定程度，能够吸引场内外资金抄底。

我们预计随着市场下跌，部分股票估值吸引力显现，另外打新冻结资金回流带来流动性改善，市场在本周的中后期有望反弹。

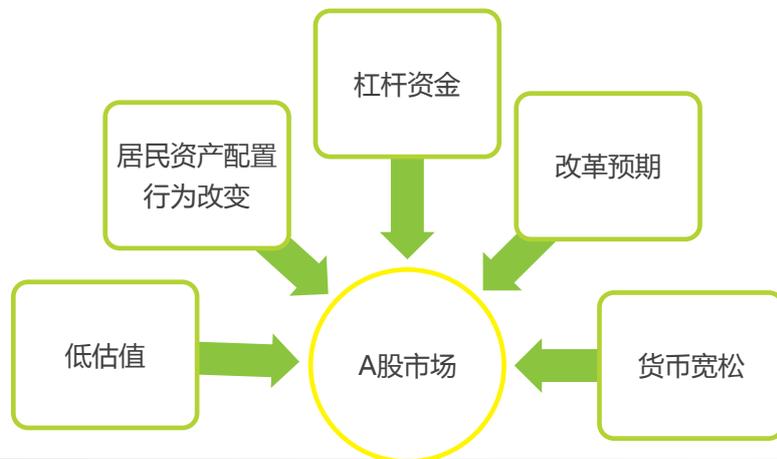
综合看，驱动本轮牛市的多数关键因素没有改变，还不能得出牛市结束的判断

综合看，还不能得出本轮牛市结束结论

我们前面说了，牛市是否结束是一个中长期观点，需要综合分析驱动本轮牛市的各个关键因素后得出。

驱动本轮牛市的关键因素有：居民资产配置行为改变，低估值，改革预期和货币宽松。而股票场内融资和场外配资带来的杠杆资金则成为本轮牛市的加速器。目前看，除了牛市启动之初的低估值因素，其他驱动牛市的三个因素都没有改变。

驱动本轮牛市的多数因素没有改变



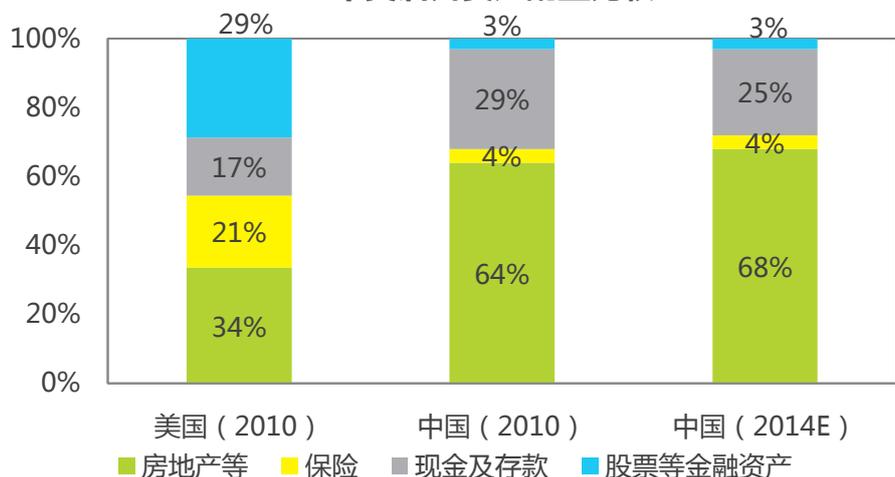
数据来源：Wind，艾瑞资产研究中心

股票为代表的金融资产占中国居民财富比例仍很低，资产配置调整远未结束

中国居民资产配置调整远未结束

过去30多年，中国经济高速增长，居民也积累了巨额财富。在2014年以前主要以房产和存款形式存在，相对发达国家，股票为代表的金融资产和保险资产明细偏低。2014年，在房地产拐点确立之后，居民资产配置重点转向股票市场，带来A股市场的一轮轰轰烈烈的牛市行情，考虑到中国居民金融资产的低基数，这种调整应该远未结束，目前的调整还只是发生在增量领域。

中美居民资产配置比较



数据来源：海通证券，艾瑞资产研究中心

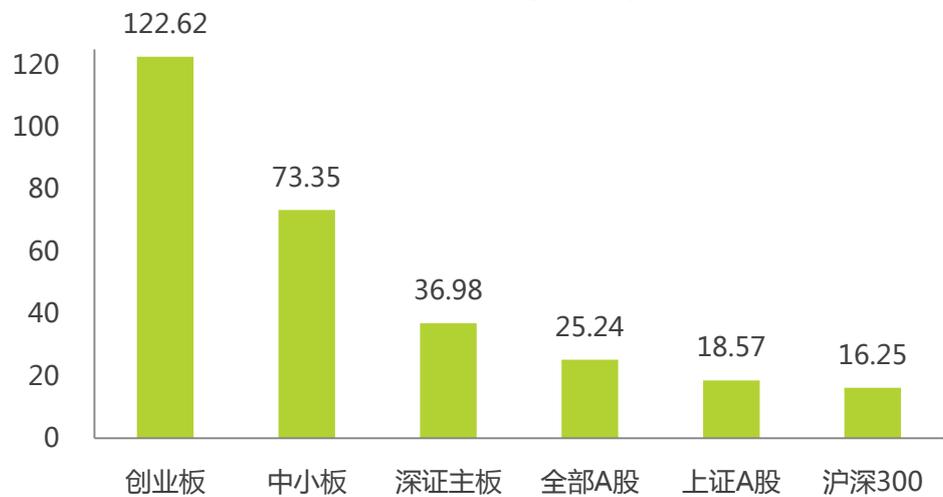
经过一轮上涨，A股整体估值优势不复存在

A股整体估值优势已经不在

在本轮行情启动之初，A股平均市盈率约为10倍，在整体涨幅达到近150%后，目前平均市盈率为25倍，相较于发达市场15-20倍的市盈率，A股的估值优势已经不在。

但是，我们也应看到，A股估值结构性差异很大，创业板和中小板估值很高，而沪深300成分股平均估值仅为16倍，可以说仍处于合理区间。

A股市盈率 (TTM)



数据来源：Wind，艾瑞资产研究中心,2015.6.19

考虑到经济回升基础不牢，通胀低位，宽松的货币政策仍将持续

宽松货币政策仍将持续

本轮牛市是典型的资金推动型，宽松的货币政策在其中扮演非常重要的角色，因此在经济数据不理想时市场反而加速上涨，主要是投资者预计货币政策会加大宽松力度。但是，近期一些经济数据出现改善，如工业增加值回升，房价上涨，市场猜测经济企稳，担心宽松货币政策退出。我们认为，在经济回升基础不牢，通胀仍处低位情况下，宽松货币政策仍将持续。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_21757



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>