

市场噪声指数与熊市中的择时策略

——利用市场噪声交易规模突变预测反弹

相关研究

- 通过监视中国股票市场的噪声交易规模,我们预测到了 2009 年初市场的反弹。噪声交易规模可以作为一个简单而有效的市场择时指标。
- 在学术上,噪声交易被定义为噪声交易者在缺乏正确信息的情况下密集的买卖行为。我们这里采用一个更通俗的解释:噪声交易是那些不影响市场趋势的交易。
- 传统上认为噪声交易都是由噪声交易者造成的。我们认为噪声交易者行为总体上比较稳定。在没有外部冲击的情况下,如果噪声交易迅速扩大,很可能是由知情交易者造成的。
- 知情交易者的噪声交易包含了大量的信息。未来市场的走势可能因为这些信息而发生变化。所以我们有必要研究噪声交易的规模。
- 基于以上观点,我们编制了描述噪声交易规模的市场噪声指数。通过监测该指数短期内是否发生突变,我们可以提前发现 2004 年、2005 年、2008 年中几乎每一次主要的反弹。我们依据市场噪声指数设计了一个简单的交易策略,该策略在几个熊市中都取得了丰厚的绝对回报。

分析师

罗捷

(0755) 8208 0134

luojie@lhqz.com

王红兵

(0755) 8249 2185

wanghb@lhqz.com

目 录

噪声交易	3
什么是噪声交易	3
为什么要观察噪声交易	3
市场噪声指数	4
利用噪声交易指数择时	4
交易策略	5
实证的结果	5
小结	6

股票投资决策可以分为择时与选股两个大类。在牛市中，正确选股是成功投资重要的基础；但是在泥石俱下惨淡的熊市中，所有股票都大幅下跌，择时就成了投资者成功的法宝。

2009年初的中国股票市场创下了几年来年初的最大涨幅，吸引了很多人的注意。在2008年12月29日发布的联合证券研究所每周观点中，我们就已经做出了如下预测：12月24日至26日这三天里，A股市场的噪声交易规模迅速增加，市场很有可能在数天内开始一波反弹。

本文的目的是通过监控市场中的噪声交易的异常动向发现市场即将变化的蛛丝马迹，捕捉熊市中的反弹机会。为了实现这一目的，我们编制了反映市场噪声交易规模的市场噪声指数，该指数对提前预测股市的转折点有惊人的效果。

我们基于这一指数设计了一个简单的交易策略，在2004年、2005年、2008年这3个熊市年进行了检验。该策略在这三年里都获得了可观的绝对收益。

噪声交易

什么是噪声交易

在学术上，噪声交易被定义为交易者在缺乏正确信息的情况下密集的买卖行为。由于这些交易缺乏信息或者信息有偏误，所以不会真正长期的影响资产价格的基础。

1985年Kyle最早提出了噪声交易的概念，不过他所说的噪声交易者主要是为了流动性进行交易。1986年Fischer Black在题为《噪声》的美国金融学会主席演讲中首先全面地阐述了噪声交易。

一般在金融研究中，“噪声”被视为“信息”的反面。国内外噪声交易研究的目的主要有两个：如何设计制度减少市场中的噪声交易，以及在研究市场时如何将噪声交易的影响消除掉。

为什么要观察噪声交易

我们认为，传统的噪声交易研究存在一个严重的缺陷。大多数人都是从缺乏正确信息的交易者出发研究噪声交易，但是我们能观测到的只有噪声交易行为，并不意味着这些交易就是由缺乏信息的交易者完成的。很有可能进行交易的人实际上具有信息。

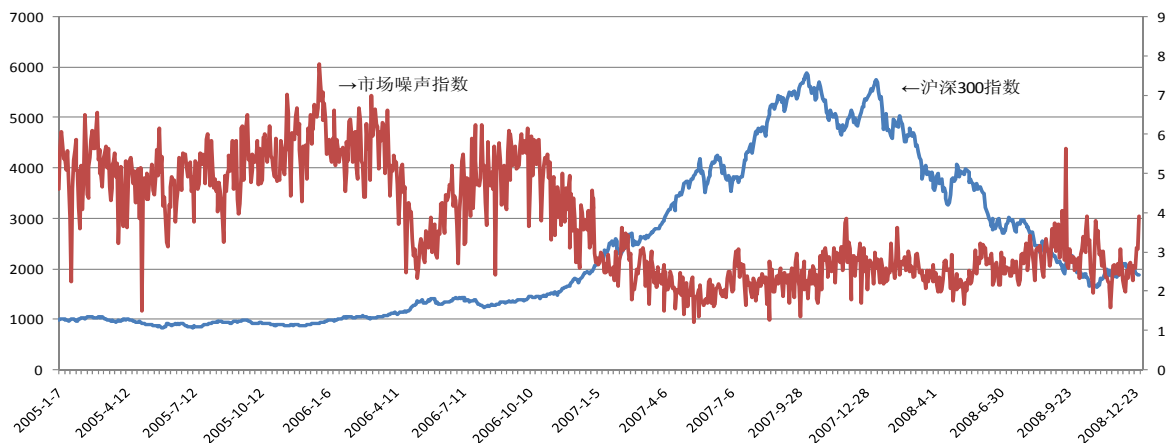
市场中与噪声交易者相对的是知情交易者。他们在掌握了所投资对象信息的情况下进行投资，但是为了使利益最大化，他们也会想方设法隐藏自己的交易行为。特别是具有大量资金的交易者，一定会设法避免在自己完全进入或退出前就开始影响到市场的趋势。这一行为造成的结果恰恰更接近噪声交易——大量交易发生了，却没有影响到市场的趋势。

当市场在酝酿反弹的时候，总有一部分人由于各种可能的原因先知先觉，抢先行动起来。他们在成功的做到不影响趋势的同时，却令市场中噪声交易增加了。在这种情况下，市场看似无意义的噪声其实包含了大量关于股票价格的信息——市场在蠢蠢欲动。

市场噪声指数

为了更好的跟踪市场的噪声交易规模，我们编制了市场噪声指数。该指数目的是衡量并记录市场每天噪声交易的规模，并在收盘之后发布。

图 1、市场噪声指数



数据来源：联合证券研究所。

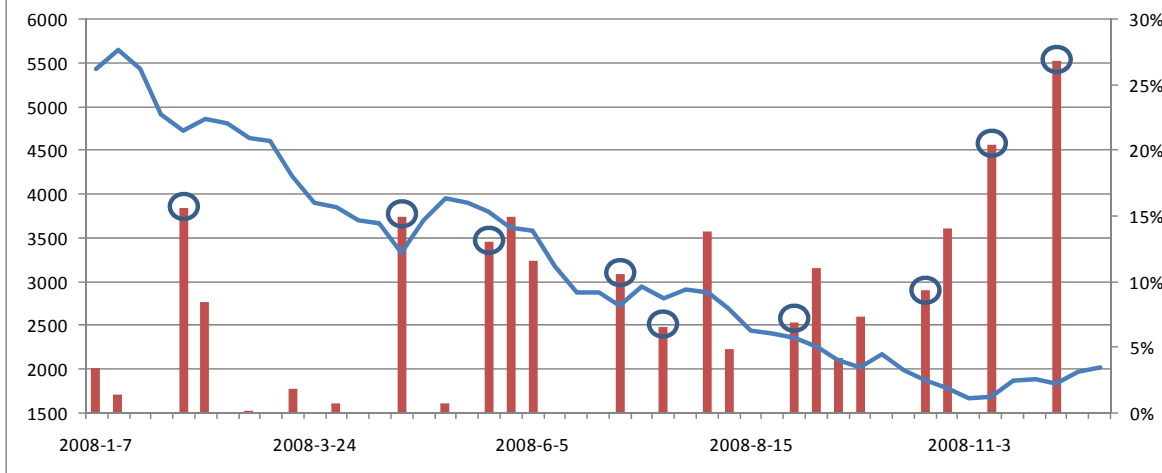
显然，这几年里中国股票市场噪声交易规模变动相当剧烈。本文并不关注噪声交易规模长期的变化趋势，主要研究在几天内突然发生的剧烈变动。

利用噪声交易指数择时

由于市场噪音通常是由大量无正确信息的交易者随机的交易造成的，在没有外部冲击（如 2003 年 12 月 8 日股票交易盘口公开由 3 个扩大到 5 个曾使噪声交易规模大幅减小）的情况下，一般都是比较稳定的。因此如果市场噪声交易突然扩大，很可能是由于知情交易者在偷偷进行交易。

为了平滑沪深 300 指数以及市场噪声指数日间波动较大的影响，我们对两者都取 5 天的平均数，对于噪声交易指数，我们只看增量百分比。为了简洁，我们没有绘噪声交易增量为负的情况。结果见图 2。

图 2、沪深 300 指数走势与噪音交易增量对比(5 交易日平均)



数据来源：联合证券研究所。

在图 2 中圈出了被我们设计的策略识别为反弹信号的噪声增量。可以看出，在市場上涨之前，噪声交易都有明显的增加。噪声交易对投资者择时有重要的参考意义。

交易策略

利用噪声交易指数可以设计一些交易策略。下面是一个简单交易策略的例子，该策略只考虑大盘的走势以及噪声交易规模，不考虑如成交量等其他因素。

进入策略：市场较上周下跌，最近五日平均噪声交易规模比五日之前的连续 5 日平均噪声交易规模显著增大。

退出策略：市场较上周上涨，最近五日平均噪声交易规模比五日之前的连续 5 日平均噪声交易规模显著增大。

止盈/止损策略：当某交易日收盘价相对于进入后的高点下跌幅度超过一定程度。

我们利用 2004 年市场情况优化策略参数，并在 2005 年与 2008 年进行投资策略的回测。3 年均采用指数投资，2004 年投资上证综指，2005 与 2008 年投资沪深 300 指数。

实证的结果

我们分别在 2004 年、2005 年、2008 年测试这几个策略，结果见表 1。该实证过程没有考虑当没有买入股票时可以进行固定收益投资，而是假设资金都以现金存放。

表 1、利用噪声交易指数择时交易策略的收益

	2004	2005	2008
交易次数	9	9	9
累计收益率（不计交易成本）	15.4%	18.0%	34.1%
累计收益率（交易成本 0.5%）	10.4%	12.9%	28.3%
累计收益率（交易成本 1%）	5.5%	8.0%	22.8%
该年度大盘涨幅	-15.4%	-7.7%	-63.3%

数据来源：联合证券研究所。

每一次具体操作的过程见表 2

表 2、利用噪声交易指数择时交易策略的交易明细

2004 年			2005 年			2008 年		
进入时间	退出时间	收益	进入时间	退出时间	收益	进入时间	退出时间	收益
1 月 30 日	2 月 19 日	7.94%	1 月 31 日	2 月 23 日	9.33%	2 月 1 日	2 月 22 日	2.85%
3 月 9 日	4 月 12 日	5.25%	3 月 3 日	3 月 15 日	-1.38%	4 月 18 日	5 月 7 日	16.77%
4 月 26 日	4 月 29 日	-3.43%	4 月 19 日	4 月 25 日	-3.71%	5 月 21 日	5 月 26 日	-5.92%
5 月 26 日	6 月 7 日	-0.48%	5 月 16 日	5 月 26 日	-2.05%	7 月 4 日	7 月 15 日	4.05%
6 月 23 日	6 月 28 日	-3.86%	6 月 1 日	6 月 14 日	5.49%	8 月 19 日	8 月 21 日	4.07%
7 月 9 日	7 月 12 日	-2.34%	6 月 16 日	6 月 29 日	2.24%	9 月 5 日	9 月 11 日	-5.10%
8 月 13 日	8 月 23 日	-3.14%	7 月 21 日	8 月 18 日	9.09%	10 月 20 日	10 月 22 日	-3.34%
9 月 9 日	9 月 29 日	10.57%	10 月 20 日	10 月 26 日	-2.68%	11 月 6 日	11 月 18 日	11.52%
11 月 4 日	11 月 23 日	5.09%	11 月 14 日	11 月 30 日	1.35%	11 月 28 日	12 月 12 日	7.13%

数据来源：联合证券研究所。

小结

通过监视中国股票市场的噪声交易规模，我们预测到了 2009 年初市场的反弹。噪声交易规模可以作为一个简单而有效的市场择时指标。

在学术上，噪声交易被定义为噪声交易者在缺乏正确信息的情况下密集的买卖行为。我们这里采用一个更通俗的解释：噪声交易是那些不影响市场趋势的交易。

传统上认为噪声交易都是由噪声交易者造成的。我们认为噪声交易者行为总体上比较稳定。在没有外部冲击的情况下，如果噪声交易迅速扩大，很可能是由知情交易者造成的。

知情交易者的噪声交易包含了大量的信息。未来市场的走势可能因为这些信息而发生变化。所以我们有必要研究噪声交易的规模。

基于以上观点，我们编制了描述噪声交易规模的市场噪声指数。通过监测该指数短期内是否发生突变，我们可以提前发现 2004 年、2005 年、2008 年中几乎每一次主要的反弹。我们依据市场噪声指数设计了一个简单的交易策略，该策略在几个熊市中都取得了丰厚的绝对回报。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2944 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。