

黄金眼看市场第十期

——投资者情绪转向悲观, 市场等待平静

宋曦

(0755) 8249 2009

songxi@lhqz.com

戴爽

(0755) 8249 2172

daishuang@lhqz.com

刘湘宁

(0755) 8249 2026

liuxn@lhqz.com

联合证券宏观经济领先指数（ULI）继续反弹

根据最新公布的7月经济数据, ULI 连续反弹, 本月除货币供应量 M2 轻微下跌外, 其他分项指标继续好转。本月领先指数升幅与上月相比基本持平, 经济复苏的趋势并未发生任何变化。

风格轮动指数（USRI）快速切换

我们所编制的风格轮动指数在上月再度转向, 重新开始支持大盘股倾向显露, 市场投资环境可能将再度有利于大盘股。鉴于当前投资风格切换速度较快, 我们建议进行较为保守的风格配置: 保持大盘和小盘平衡配置。

风险偏好（URPI）继续回落, 投资者悲观

该指数上周继续回落, 目前已经从历史高位跌回历史均值下方, 投资者已经出现悲观情绪, 出于谨慎考虑, 我们建议超配业绩确定的非周期性行业或者降低对股票资产的配置。

动荡指数（UTI）逐渐回落但仍不平静

目前全球金融市场依然平静, 投资风险依然偏低, 对于环球配置来说权益类资产是不错的选择。我国动荡指数出现年内高点后, 市场短期内出现较大的跌幅, 当前股票投资回报率符合我们对收益率下降的判断。上周动荡指数未继续创出高点, 但没能恢复到较低水平, 显示市场仍未恢复平静, 建议投资者短期内回避风险, 保持对股票类资产较低的配置。

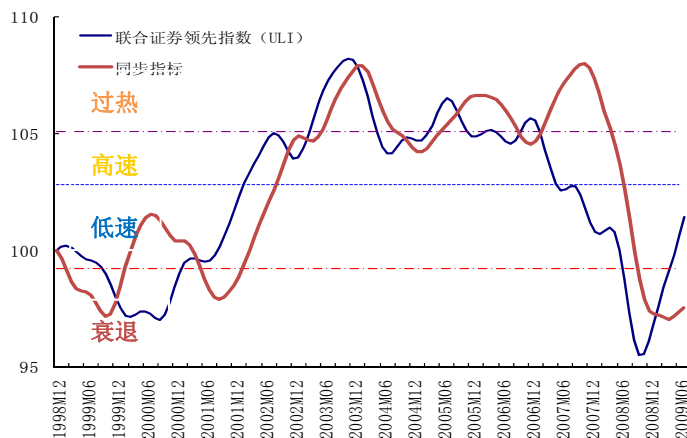
行业类别策略

按照价值和成长性两个维度, 我们将行业分为四类: 价值, 成长, GARP 和不具吸引力 (防御)。GARP (Growth at a Reasonable Price) 是兼顾成长和价值平衡策略。GARP 行业为 2 个: 黑色金属和交通运输; 价值突出的行业为金融服务, 采掘, 家用电器和建筑建材。上周行业表现差异较大, 成长和防御性行业表现突出, 涨幅达 2.56% 和 2.18%, GARP 行业和价值类行业跌幅为 -4.98% 和 -3.56%, 投资者试图在高成长和防御性行业中寻找机会。房地产行业的价值性大幅度提高。

行业盈利预测动量（Consensus Earnings Momentum）

行业盈利预测动量反映了分析师对未来该行业盈利增长水平的信心, 动量大于 0 说明盈利预测在加速上调, 本周预测动量为 5 个: 黑色金属, 交通运输, 商业贸易, 信息服务和电子元器件 (新增)。上市公司中报业绩平平, 大部分公司低于或者符合预期, 导致分析师对盈利预测调整比较谨慎。

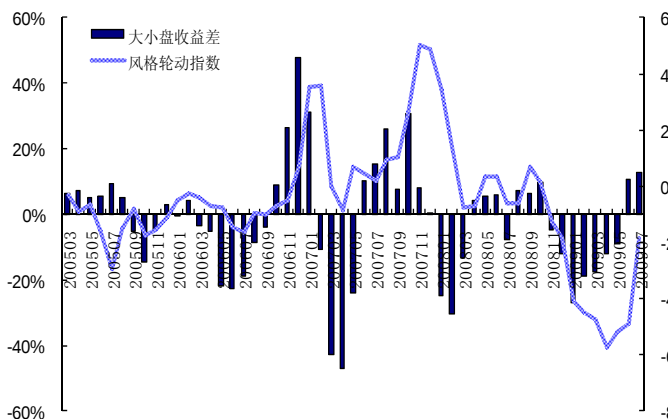
图 1 ULI（领先指数）与工业增加值同比增速（同步指标）



根据最新的7月经济数据，ULI继续反弹。本月领先指数表反弹速度与上月基本持平，显示我国经济继续强劲复苏的趋势并没有发生变化。

数据来源：联合证券研究所

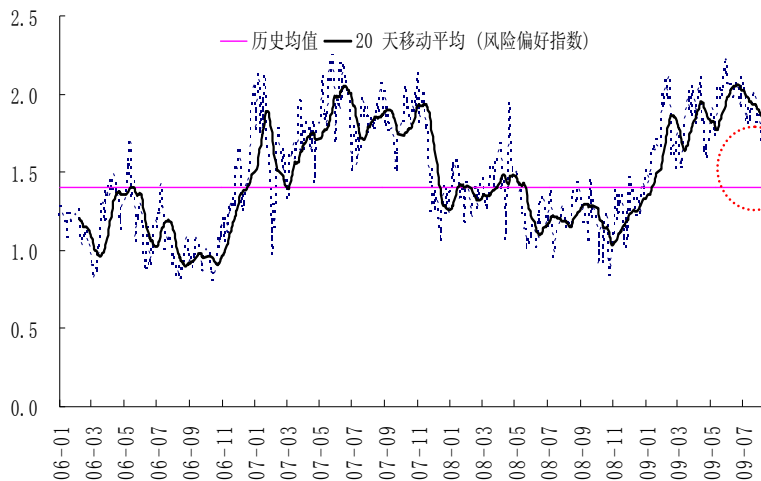
图 2 风格轮动指数与风格收益差



风格收益差始终服从均值回复的规律，持续时间在3~6个月，就会发生风格转换。鉴于当前投资风格切换速度过快，我们建议进行较为保守的风格配置：继续保持大盘和小盘平衡配置。

数据来源：联合证券研究所

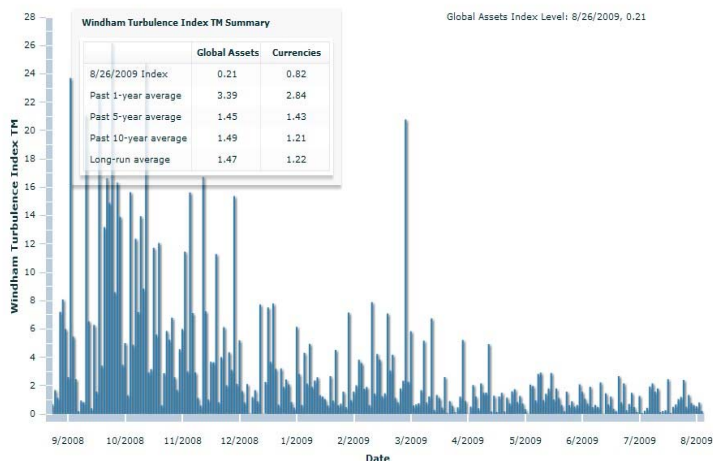
图 3 风险偏好指数与 A 股走势（截止 2009-08-28）



风险偏好指数上周继续回落，目前已经从历史高位跌回历史均值下方，投资者已经出现悲观情绪，出于谨慎考虑，我们建议超配业绩确定的非周期性行业。

数据来源: 联合证券研究所

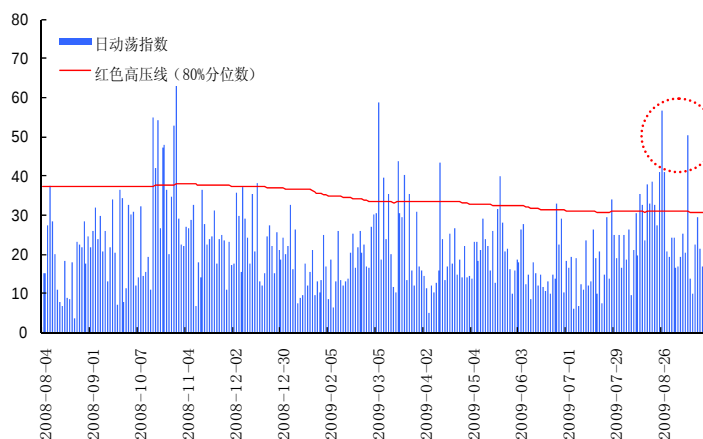
图 4 环球动荡指数 (截止 2009-08-26)



环球动荡指数根据多资产收益率编制, 该指数继续维持低位, 因此市场处于平静时期, 依然有利于权益类资产配置, 建议保持国际股票配置的高仓位。

数据来源: Windham Asset Management

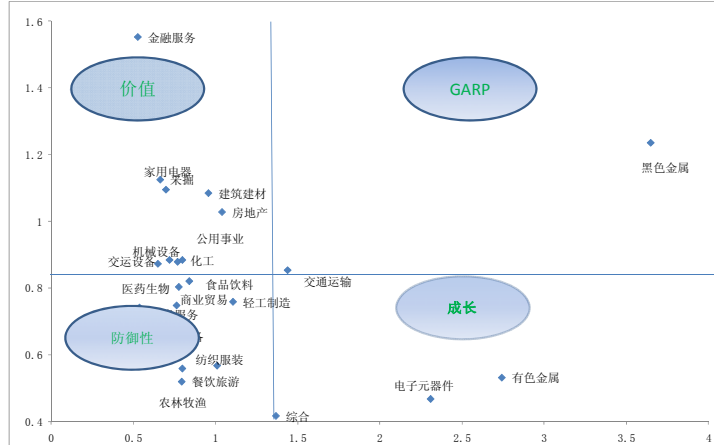
图 5 国内股票市场动荡指数 (截止 2009-08-28)



动荡指数反映了 A 股市场的整体风险和压力状况。上周指数开始回落, 但仍然未恢复到平静水平, 短期仍然持谨慎态度, 建议保持对股票类资产较低的配置。

数据来源: 联合证券研究所

图 6 行业价值和成长的评估

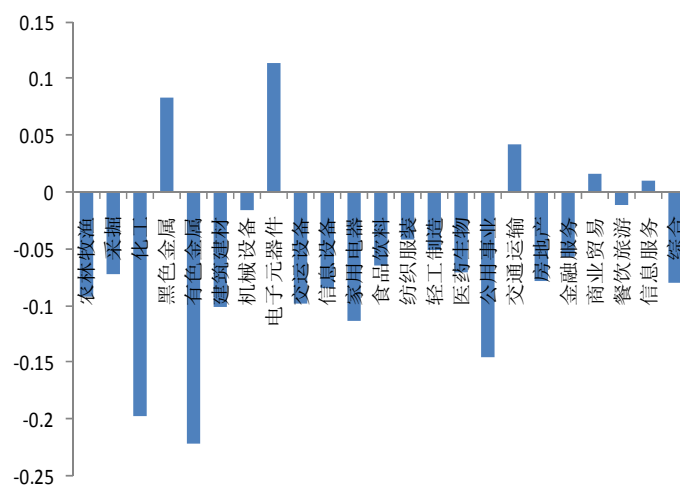


上周行业表现差异较大, 成长和防御性行业表现突出, 涨幅达 2.56% 和 2.18%, GARP 行业跌幅为和价值类行业杀跌 -4.98% 和 -3.56%。市场心态紊乱, 试图在高成长和防御性行业中寻找机会。

数据来源: 朝阳永续一致预期, 联合证券研究所

谨请参阅尾页重要申明及联合证券股票和行业评级标准。

图 7 行业盈利预测动量（截止 2009 年 8 月 28 日）



当盈利预测动量值 >0 ，反映了分析师调升该行业的盈利预测在加速。具有盈利预测动量的行业有：黑色金属，交通运输，商业贸易，信息服务和电子元器件。

数据来源：朝阳永续一致预期，联合证券研究所

附录 1: 指标解释

宏观领先指数: 根据国民经济活动的 5 大类, 8 个指标合成, 该指数能够提前 6 个月左右预示经济的拐点, 且与经济运行总体保持一致。

风格轮动指数: 我们通过前期研究找到了影响风格收益差变动的 8 个因素, 用这些因素来观测大盘指数和小盘指数风格轮动, 构建风格轮动指数的意义在于观测投资风格的变动趋势, 而不是预测风格收益差。

风险偏好指数: 是一种衡量市场投资者情绪的指标, 该指数由四个分项指标构成, 包括: 封闭式基金折价率; 换手率周期性板块相对于防御性板块的表现; 长短期债券利差水平。该指数处于均值上方往往意味着市场上涨, 当风险偏好指数处于历史均值下方, 往往市场处于下跌的趋势。

动荡指数: 是采用多元距离的方法来观测市场风险状态的一个指标, 动荡指数是衡量市场内部结构变化和收益率的异常状态, 动荡指数抬升到一个极端位置, 一般预示着市场可能出现较大的波动, 也是市场的压力时期。根据实证研究, 动荡指数在低位更适合投资于股票等高风险资产。

GARP: GARP(Growth at a Reasonable Price)是一个混合型股票投资策略, 目标是寻找某种程度上被市场低估的股票(或者行业), 同时又有较强的持续稳定增长的潜力。实际上, GARP 主要寻找价值与成长之间的一个平衡。彼得林奇(Peter Lynch)就是最著名的 GARP 投资者。

盈利预测动量: 行业盈利预测动量反映了分析师对未来行业盈利预测调整速度, 而并不代表盈利的绝对调整速度。具体的具体算法为: 一周变动与一月变动均值减去三个月变动。动量值大于 0, 表示分析师对该行业的盈利上调速度在加快, 如果小于 0, 则说明上调幅度在放缓。

附录 2: 相关研究报告

相关指数的技术细节请参见下列报告:

宏观经济领先指数 (ULI): 宏观策略 090519: 宏观经济领先指数

风格轮动指数 (USRI): 策略研究 090601: 风格转换的终极研究

风险偏好指数 (URPI): 策略报告 090520: 市场风险偏好指数与动荡指数

动荡指数 (UTI): 金融工程 080920: 金融市场动荡指数研究: 利用动荡指数衡量投资风险

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 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.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@lhqz.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

未经书面授权，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。