

金融工程

署名人: 黄君杰

S0960206110118

010-63222932

huangjunjie@cjis.cn

参与人: 徐鹏

S0960209060281

010-63222907

xupeng@cjis.cn

相关报告

黄君杰、徐鹏: 2010-8-18 市场有望走出调整, 企稳后或重回上行趋势

黄君杰、徐鹏: 2010-8-12 市场调整进行时, 破局需待地产成交量预期形成

黄君杰、徐鹏: 2010-8-4 短期调整已现, 中期依然看好市场

黄君杰、徐鹏: 2010-7-28 宽度指标回落短期或现调整, 中期依然看好市场

黄君杰、徐鹏: 2010-7-21 微观流动性显示市场依然处于企稳反弹形态

黄君杰、徐鹏: 2010-7-14 基金仓位进一步佐证市场底部形成

黄君杰、徐鹏: 2010-7-7 微观流动性趋稳

黄君杰、徐鹏: 2010-5-26 微观流动性现转暖迹象, 市场有望企稳

黄君杰、徐鹏: 2010-4-21 市场的微观流动性趋弱, 短期估值处于整理形态

黄君杰、徐鹏: 2010-4-14 微观流动性稳态, 但短期估值稳态波动或存变数

黄君杰、徐鹏: 2010-3-31 微观流动性稳态, 仍可乐观看待蓝筹股表现

黄君杰、徐鹏: 2010-3-24 微观流动性稳态, 估值向上仍有小幅拓展空间

黄君杰、徐鹏: 2010-3-17 微观流动性稳态, 创新产品或催化阶段性蓝筹行情

黄君杰、徐鹏: 2010-3-10 微观流动性处于较好水平, 维持短期稳态估值判断

A股市场流动性周报

微观流动性依然较好, 不支持市场深度调整

要点

- 最近一周, 沪深 300 下跌 1.04%。截至本周二, 开放式股票型基金仓位 84.52%, 相比上周二主动调仓仓位上升 1.35%; 股票型、混合型基金仓位升幅相当。近一周, 从规模较大的十大基金管理公司的持仓比率看, 8 家主动性加仓, 仅华夏和嘉实主动性减仓, 华夏已是连续第四周主动性减仓。加仓幅度超过 2% 的为银华、上投摩根、易方达、华安和大成等基金管理公司。近期大盘在 2600-2700 点之间来回震荡, 在震荡市机构大都增持股票, 对后市仍比较乐观。
- 截至昨日标准化指标修正的可比值为 0.63, 与上周持平, 目前处于流动性 tradable 阶段。我们维持市场中流动性出现向上趋势的判断, 但未来乐观的流动性预期将可能因房地产开发贷款受限而弱化。
- 流动性的三维。最近一周市场弹性指标依然维持稳态。近期市场宽度继续回升; 交易方向变化对指数影响增强。市场的流动性深度指标高位震荡。流动性三维看, 弹性较好且稳态, 流动性深度较好, 流动性宽度继续回升, 反映市场依然具有较强吸收量能的能力, 并且富有弹性, 并不支持短期出现深度调整。
- **策略观点。**近期政策趋缓的趋势出现反复, 政策目标主要指向为: 促成地产价跌、量升可持续的局面形成, 但我们认为重回更为严厉的政策轨迹, 比如加息、房产税等目前可能性还是不大。1、房产税四季度可能还只是个传说, 市场因此而跌不可持续。2、预计房地产开发贷款受限将明显的影响对三季度末、四季度新增信贷的乐观预期, 对市场情绪有明显的影 响, 需要一段时间整理消化预期的变化。由于我们预计新开工和基建未来将继续回升, 预计这部分带来贷款增量要明显大于房地产开发贷款受限带来的减量, 所以也不至于逆转市场的趋势。3、短期美国数据欠佳, 连跌 4 天。但近期数据可能仅是个扰动, 可能并没有改变美国四季度进入二次复苏的通道 的经济路径。所以, 对中国出口的悲观预期的反应有可能被未来超预期的出口所修正。4、当前各项政策目标都在促成价跌的形成, 因而我们觉得目前旺盛的刚需被压抑的背景下, 正在进一步加大量升的可能性。所以地产政策预期短空, 但中期依然是有利于地产股票走好的。短期见坑可能就是机会。5、注意到蓝筹股估值仍处于历史底部区域, 持续杀跌的动力不足。
- **风险提示:** 1、此波反弹的逻辑是, 政策趋缓趋势性的预期及经济悲观预期修正引发的估值修复。行情若要进一步拓展回归至价值中枢, 上述两点假设仍至关重要, 尤为关键的是需要地产进一步持续的价跌量升的政策效果兑现, 否则政策趋缓趋势性的预期可能出现破坏。2、根据统计研究产生的经验性规律失效。

目 录

1、市场流动性跟踪.....	3
1.1 市场弹性指标	3
1.2 Glostern-Harris 交易成本.....	3
1.3 市场流动性综合指标.....	4
2、市场情绪及机构仓位.....	5
2.1 市场新增账户及交易情绪.....	5
2.2 偏股型基金仓位	6
3 综合结论.....	9

1、市场流动性跟踪

1.1 市场弹性指标

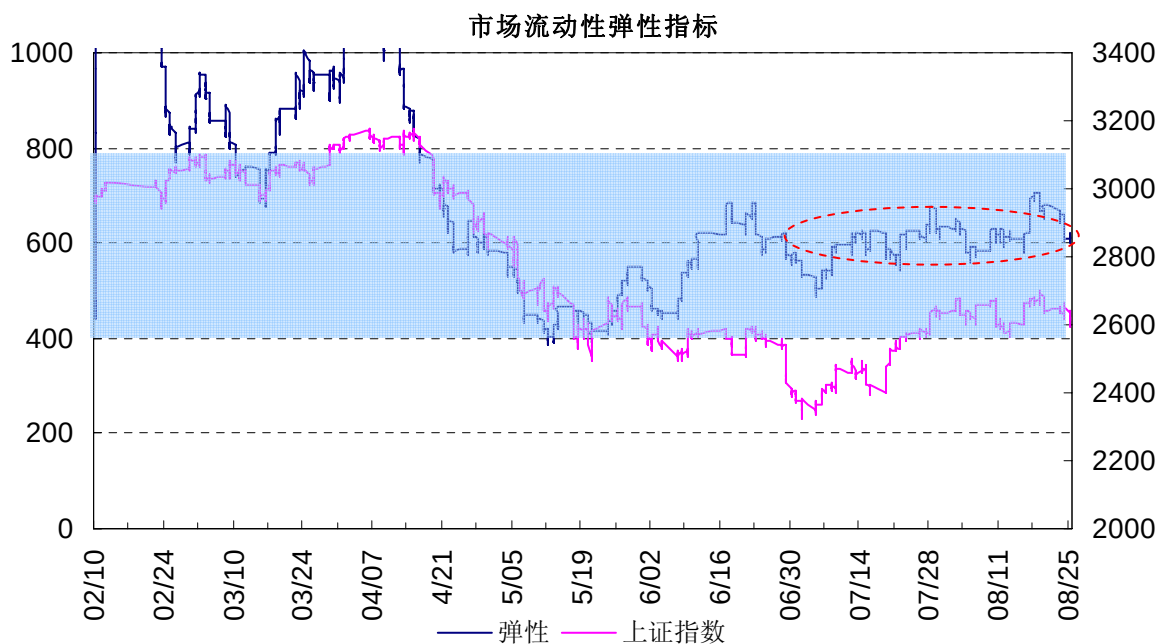
对于市场弹性指标，我们选用 10 分钟内指数成交价与相应得开盘价的最大偏离率的倒数来表示，偏离越大，表明回复所需要的时间越长，弹性越差。上证指数一段时期内平均的弹性指标为：

$$EShcomp_i = \frac{\sum_{t=1}^n [1 / \max(|\frac{P_{it^h} - P_{it^o}}{P_{it^o}}|, |\frac{P_{it^l} - P_{it^o}}{P_{it^o}}|)]}{n}$$

其中： P_{it^h} 为指数 t 期的最高成交价， P_{it^l} 为最低成交价， P_{it^o} 为开盘价，n 为时间段的数量（我们取 n=120）。

如下图 1，最近一周市场弹性指标依然维持稳态。

图 1 市场流动性弹性



资料来源：wind 资讯，Bloomberg 等，中投证券研究所整理

1.2 Glostern-Harris 交易成本

Glostern-Harris（1988）交易成本流动性模型如下：

$$\Delta p_t = 1/\lambda q_t + \varphi(D_t - D_{t-1}) + y_t$$

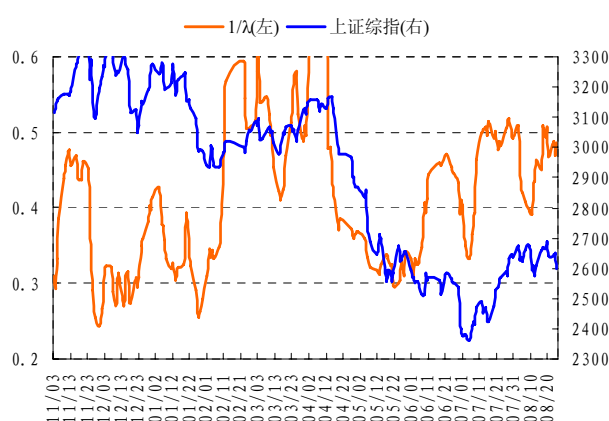
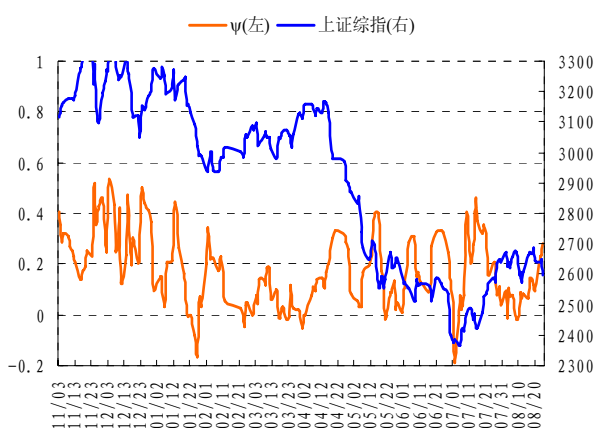
其中 ΔP 是指数点位的变化, t 是时间, 表示第 t 笔交易, $t-1$ 表示在 t 之前的一笔交易, q_t 为带正负号 (表示买卖方向) 的交易量, D 为表示交易方向的虚拟变量, y_t 为误差项。

φ 衡量总固定交易成本, 代表交易方向对指数的影响, 该部分成本通常由市场的宽度大小引起, 我们将 φ 此作为市场宽度 w 的替代指标, 值越大则流动性宽度越大, 流动性越差。 λq_t 衡量总的可变交易成本, 由交易量的大小引起, 我们将 $1/\lambda$ 作为市场深度 k 的替代指标, 值越小则流动性深度越差。我们用一周的一分钟数据逐日窗口滚动对参数进行估计。

如下图 2, 近期市场宽度继续回升; 交易方向变化对指数影响增强。如下图 3, 市场的流动性深度指标高位震荡。从流动性三维看, 弹性较好且稳态, 流动性深度较好, 流动性宽度继续回升, 反映市场依然具有较强吸收量能的能力, 并且富有弹性, 并不支持短期出现深度调整。

图 2 Glostern-Harris 交易成本—— φ

图 3 Glostern-Harris 交易成本—— $1/\lambda$



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

1.3 市场流动性综合指标

我们设计了如下非流动性综合指标:

$$IL_n = \frac{\sum_{t=1}^n \max(|\lambda_t|, \eta_t)}{\sum_{t=1}^n \mu_t} \quad \text{其中, } \mu_t \text{ 日换手率, } \lambda_t \text{ 日涨跌幅, } \eta_t \text{ 日震幅 (n=60)}.$$

并对该指标进行如下方式标准化, 并通过标准化的流动性综合指标进行辅助观察。

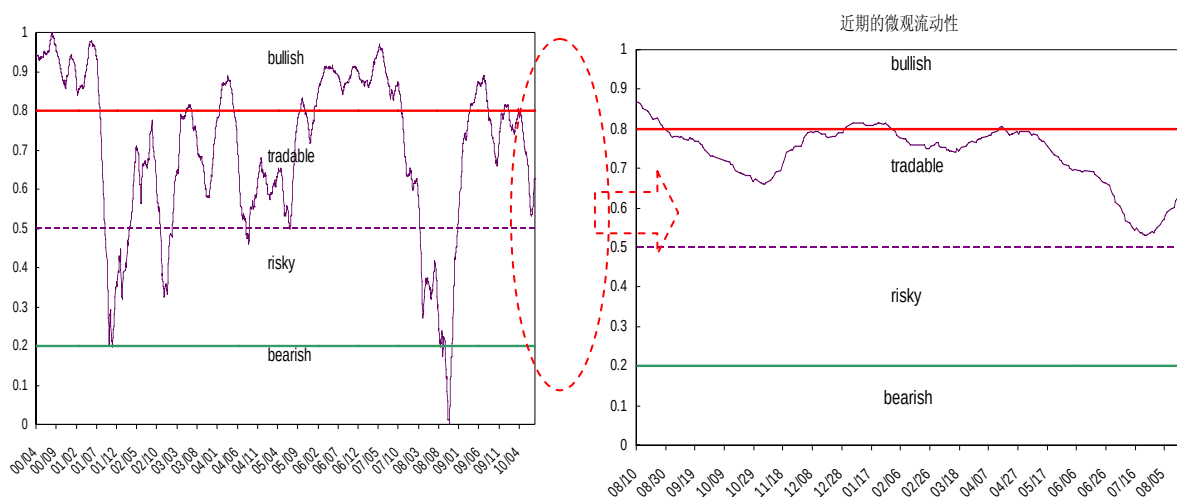
$$L_{s,t} = 1 - \frac{L_t - L_{\min,t}}{L_{\max,t} - L_{\min,t}} \quad \text{其中, } L_{\min} \text{ t时点前历史的最小值 } L_{\max} \text{ t时点前历史的最大值}$$

该指标能较好的代表流动性深度、宽度、弹性三维; 我们根据市场流动性好坏划分了 bullish、tradable、

risky、bearish 四阶段，流动性四阶段对中长期市场收益分布与风险分布具有出色分割能力¹。

从中期流动性综合指标修正值看，截至昨日标准化指标修正的可比值为 0.63,与上周持平，目前处于流动性 tradable 阶段。我们维持市场中中期流动性出现向上趋势的判断，但未来乐观的流动性预期将可能因房地产开发贷款受限而弱化。

图 4 标准化的流动性综合性指标



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

2、市场情绪及机构仓位

2.1 市场新增账户及交易情绪

上周，新增 A 股、基金开户数分别为 262104 户、54612 户，相比上周分别增加 9636 户、6425 户；新增 B 股开户数为 659 户，相比上周减少 27 户。参与交易的账户户均交易金额为 14.1 万元，户均交易金额增加了 0.88 万元，交易集中度维持在历史高位。参与交易的 A 股账户为 1704 万户，相比上周增加 172 万户；期末 A 股持仓账户为 5375 万户，相比上周减少 14.2 万户。市场交易账户与持仓账户的比率可比值比上周上升 3.3 个百分点，为 31.7%。交易户数占持仓户数比率持续上升，交易进一步活跃，但历史比较看参与交易户数占比依然未达高位区域。

¹ 详见报告《市场流动性对收益分布、收益波动性的影响及其策略应用》

图 5 新增 AB 股、基金开户数

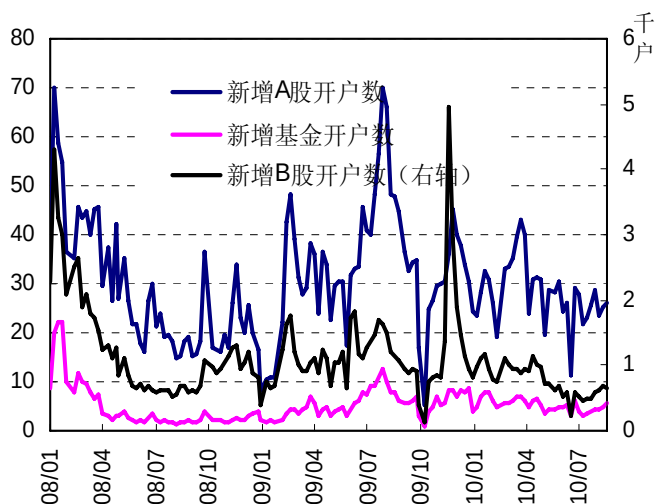


图 6 户均交易金额

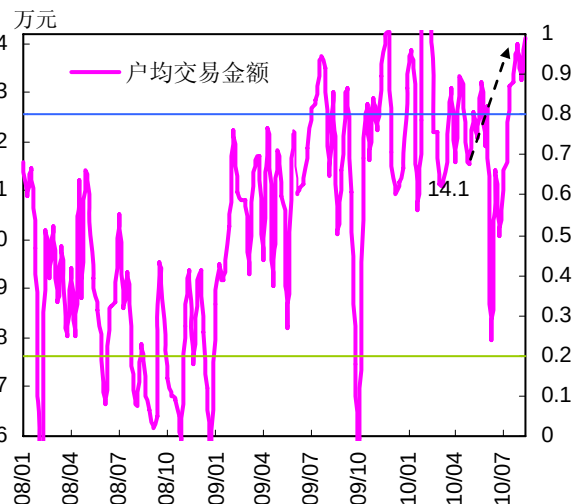


图 7 持仓户数及参与交易的户数

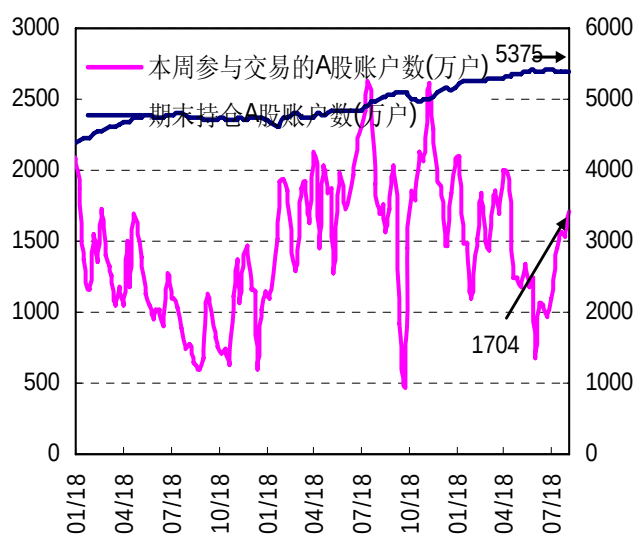
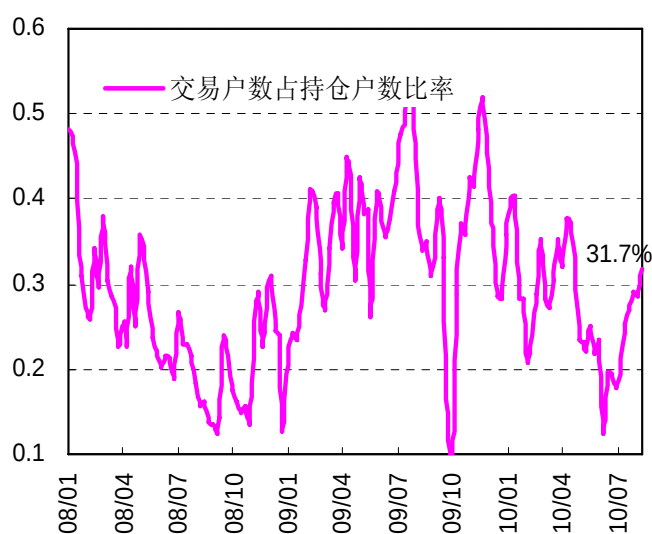


图 8 市场交易户数占持仓户数比率



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

2.2 偏股型基金仓位²

1、整体仓位测算

最近一周，沪深 300 下跌 1.04%，基金仓位上升 1.15%。截至本周二，开放式偏股型基金仓位 80.32%。相比上周二，主动调仓仓位上升 1.32%。其中开放式股票型基金仓位 84.52%，主动调仓仓位上升 1.35%；开放式混合型基金仓位 73.74%，主动调仓仓位上升 1.23%。

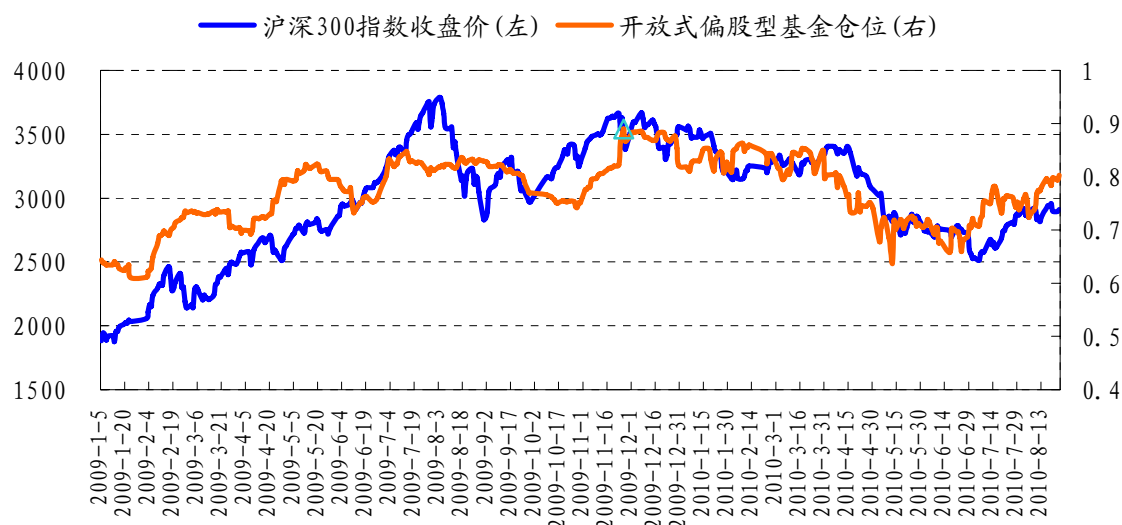
² 测算方法详见附录

表 1 开放式偏股型基金仓位测算（截至 2010.8.24）

基金类型	本周二仓位 (%)	上周二仓位 (%)	较上周变 动 (%)	本周主动 调仓 (%)
开放式偏股型基金	80.32	79.17	1.15	1.32
开放式股票型基金	84.52	83.31	1.21	1.35
开放式混合型基金	73.74	72.71	1.03	1.23

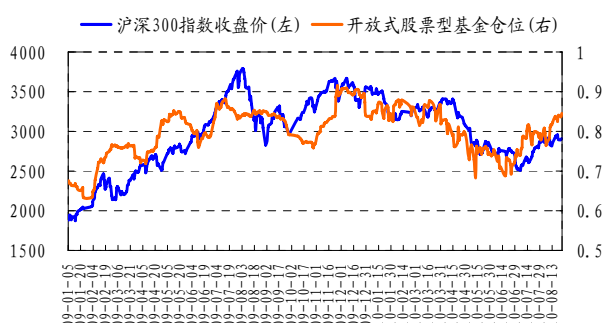
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 9 开放式偏股型基金整体仓位测算



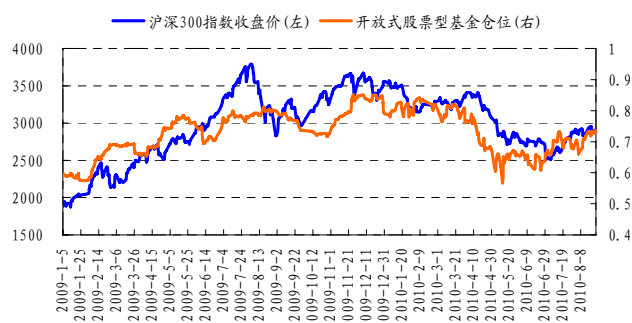
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 10 开放式股票型基金整体仓位测算



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 11 开放式混合型基金整体仓位测算



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

2、前十大基金公司开放式偏股型基金仓位测算

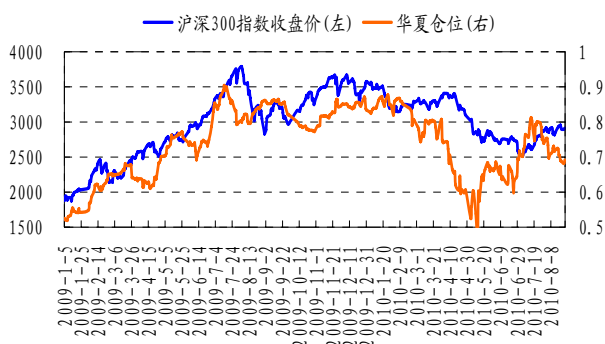
近一周，从规模较大的十大基金管理公司的持仓比率看，8 家主动性加仓，仅华夏和嘉实主动性减仓，华夏已是连续第四周主动性减仓。加仓幅度超过 2%的为银华、上投摩根、易方达、华安和大成等基金管理公司。近期大盘在 2600-2700 点之间来回震荡，在震荡市机构大都增持股票，对后市仍比较乐观。

表 2 前十大基金公司开放式偏股型基金仓位测算（按规模大小降序排列，截至 2010.8.24）

基金公司	开放式基金数量	开放式基金份额合计(亿份)	开放式基金资产合计(亿元)	本周二仓位(%)	上周二仓位(%)	较上周变动(%)	本周主动调仓(%)
华夏基金管理有限公司	23	1,838.57	2,112.3040	69.19	70.56	(1.37)	(1.16)
易方达基金管理有限公司	21	1,297.62	1,322.7734	97.73	95.25	2.48	2.53
嘉实基金管理有限公司	18	1,436.67	1,287.3479	60.21	60.96	(0.75)	(0.50)
博时基金管理有限公司	16	1,335.71	1,051.0316	70.28	69.58	0.70	0.92
南方基金管理有限公司	20	1,108.31	966.0926	79.80	79.34	0.46	0.63
广发基金管理有限公司	13	950.54	854.7835	85.30	84.24	1.06	1.20
大成基金管理有限公司	15	917.82	664.1506	84.16	81.96	2.19	2.35
华安基金管理有限公司	15	732.36	617.1978	79.83	77.53	2.30	2.49
银华基金管理有限公司	14	563.77	602.8372	92.48	88.78	3.70	3.80
上投摩根基金管理有限公司	11	560.24	502.6908	83.32	80.05	3.27	3.44

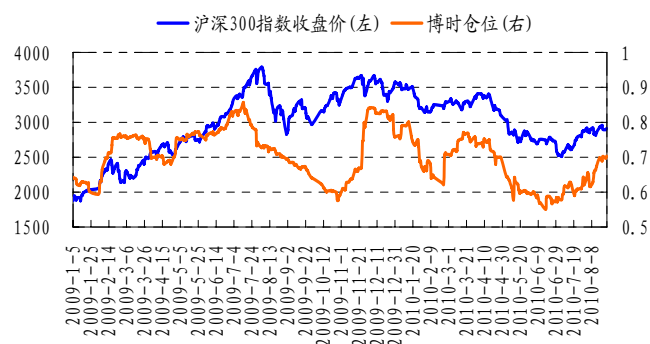
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 12 基金公司偏股型基金仓位—华夏



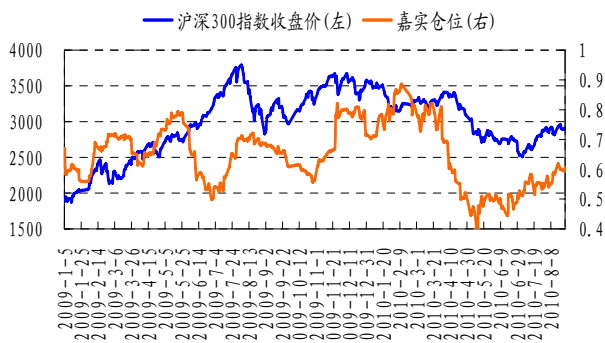
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 13 基金公司偏股型基金仓位—博时



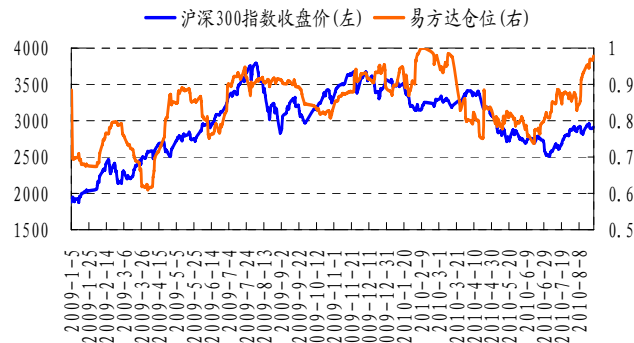
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 14 基金公司偏股型基金仓位—嘉实



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

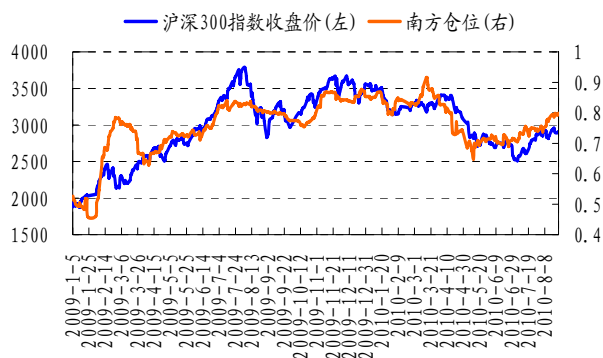
图 15 基金公司偏股型基金仓位—易方达



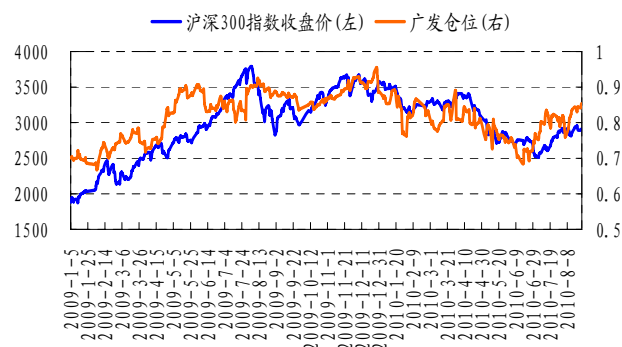
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 16 基金公司偏股型基金仓位—南方

图 17 基金公司偏股型基金仓位—广发



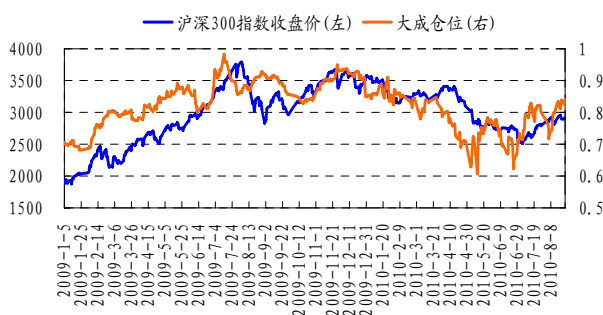
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理



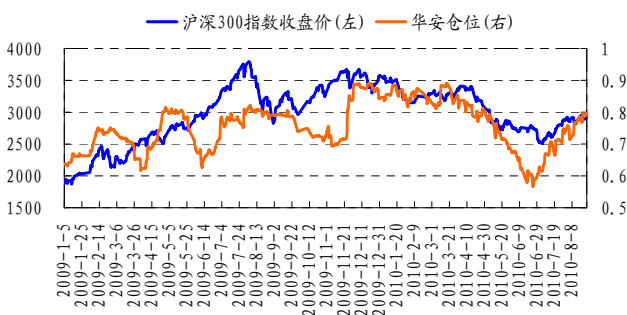
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 18 基金公司偏股型基金仓位一大成

图 19 基金公司偏股型基金仓位一华安



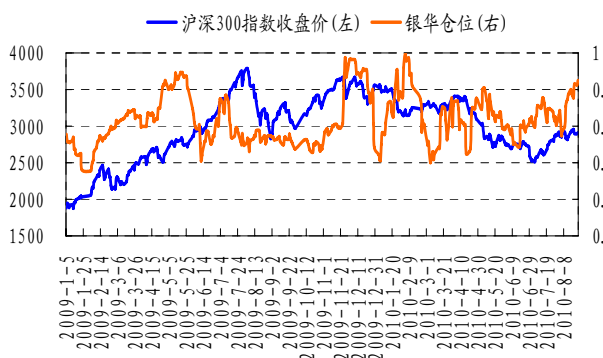
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理



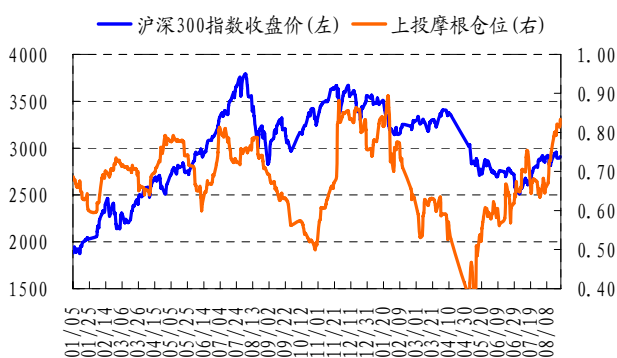
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 20 基金公司偏股型基金仓位一银华

图 21 基金公司偏股型基金仓位一上投摩根



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

3 综合结论

3.1 货币供应指标趋势

请务必阅读正文之后的免责条款部分

我们预计新开工和基建将继续回升，这部分带来增量要明显大于房地产开发贷款受限带来的减量，维持货币供应指标有望在3季度末或四季度企稳，但未来乐观的流动性预期将有所弱化。目前中期微观流动性指标目前出现向上趋势，但这一趋势有可能有所弱化。

3.2 对市场估值的看法

近期政策趋缓的趋势出现反复，政策目标主要指向为：促成地产价跌、量升可持续的局面形成，但我们认为重回更为严厉的政策轨迹，比如加息、房产税等目前可能性还是不大。1、房产税四季度可能还只是个传说，市场因此而跌不可持续。2、预计房地产开发贷款受限将明显的影响对三季度末、四季度新增信贷的乐观预期，对市场情绪有明显的影响，需要一段时间整理消化预期的变化。由于我们预计新开工和基建未来将继续回升，预计这部分带来贷款增量要明显大于房地产开发贷款受限带来的减量，所以仍不至于逆转市场的趋势。3、短期美国数据欠佳，连跌4天。但近期数据可能仅是个扰动，可能并没有改变美国四季度进入二次复苏的通道的经济路径。所以，对中国出口的悲观预期的反应有可能被未来超预期的出口所修正。4、当前各项政策目标都在促成价跌的形成，因而我们觉得目前旺盛的刚需被压抑的背景下，正在进一步加大量升的可能性。所以地产政策预期短空，但中期依然是有利于地产股票走好的。短期见坑可能就是机会。5、蓝筹股估值仍处于历史底部区域，持续杀跌的动力不足。

风险提示：1、此波反弹的逻辑是，政策趋缓趋势性的预期及经济悲观预期修正引发的估值修复。行情若要进一步拓展回归至价值中枢，上述两点假设仍至关重要，尤为关键的是需要地产进一步持续的价跌量升的政策效果兑现，否则政策趋缓趋势性的预期可能出现破坏。2、根据统计研究产生的经验性规律失效。

附录：

1、基金仓位测度的意义

基金仓位的变化较大程度上反映了基金对后市的态度，对投资具有参考意义。通常，与股票市场密切相关的基金品种是股票型基金，其配置范围一般在 0.6-0.95 之间。我们把不同基金仓位范围定义成不同基金投资态度：若基金仓位 0.6-0.7 之间，反映基金较为悲观的市场态度；0.7-0.8 之间反映基金整体谨慎的市场态度；0.8 以上反映基金整体乐观的市场态度。

2、市场组合的选择及偏股型基金的仓位监测

➤ 市场组合选择及监测方法的说明

我们假定偏股型基金配置的资产只有股票和债券，用 R_F 表示基金收益率， R_S 表示股票收益率， R_B 表示债券收益率， β 表示股票资产的权重， $1-\beta$ 表示债券资产的权重，那么偏股型基金的收益率可表示为：

$$R_F = \beta \times R_S + (1 - \beta) \times R_B \quad (1)$$

变形为：

$$R_F - R_B = \beta \times (R_S - R_B) \quad (2)$$

我们选用市场组合来替代（2）式中的股票资产，初步选用上证综指、深证综指、沪深 300 和上证 180 作为备选市场组合，用（3）式中的回归模型来确定市场组合。数据以 20 个交易日窗口进行滚动估计。以 β 的标准误（ S_e ）和拟合度（ R^2 ）来评价其替代效果， S_e 越小， R^2 越大，说明该市场组合的替代效果越好。债券收益率用上证国债指数的收益率来替代。选取时间段为 2009 年 1 月 5 日至 2009 年 8 月 25 日。

$$R_F - R_B = \alpha + \beta \times (R_M - R_B) + \varepsilon \quad (3)$$

➤ 回归结果

回归结果显示，无论是开放式偏股型基金整体，还是开放式股票型基金和开放式混合型基金，沪深 300 作为市场组合替代股票资产的效果最好。

表 3 开放式偏股型基金

均值	上证综指	深证综指	沪深 300	上证 180
S_e	0.0569	0.0544	0.0300	0.0398
R^2	0.9052	0.9052	0.9646	0.9433

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

表 4 开放式股票型基金

均值	上证综指	深证综指	沪深 300	上证 180
S_e	0.0599	0.0590	0.0323	0.0419
R^2	0.9017	0.8962	0.9602	0.9406

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

表 5 开放式混合型基金

均值	上证综指	深证综指	沪深 300	上证 180
S_e	0.0538	0.0490	0.0288	0.0384
R^2	0.9057	0.9150	0.9660	0.9421

资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

黄君杰, 经济学硕士, 中投证券金融工程研究员。对市场流动性、市场估值及金融衍生产品进行跟踪研究。

徐鹏, 中投证券金融工程研究员, 经济学硕士。负责权证、股指期货等金融衍生品的研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434