

12 月市场：GEYR 显示仍处股票投资周期， 月度 SWARCH 显示下跌

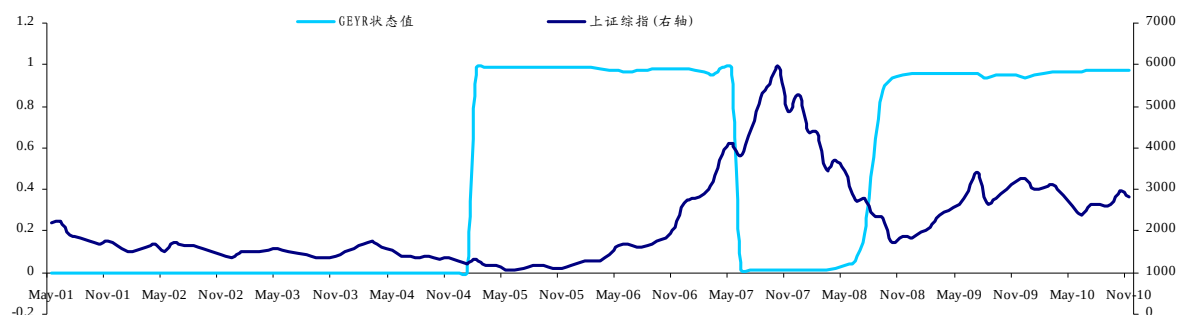
金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850210070001
dinglm@htsec.com
021-23219068

一、战略资产配置结果——仍然处于股票投资周期

海外普遍认为 GEYR 指标，即股债的相对投资收益比率可以作为投资股票还是投资债券的一个有效分析工具。我们初步构建了中国市场的 GEYR 指标，结果发现该指标具有明显的周期性特征，股票和债券的相对投资收益此消彼长。

我们以 GEYR 指标为基础指标，构建了马尔科夫状态转换模型来衡量股债的相对投资周期。结果显示该模型对股票投资周期具有显著的辨别能力，并明显具有先行指标的特征。2001 年以来马尔科夫状态转换模型识别出 4 个不同的投资周期，分别是：2001 年 1 月-2005 年 1 月，为债券投资周期；2005 年 2 月-2007 年 5 月，为股票投资周期；2007 年 6 月-2008 年 8 月，为债券投资周期；2008 年 8 月进入股票投资周期。我们根据截至 2010 年 11 月的最新数据测算的 GEYR 处于状态 1 的预测概率仍然高达 97%，这意味着，从大周期上看，目前仍然处于股票投资周期中。

图 1 马尔科夫机制转换下的状态区分



资料来源：海通证券研究所

注：图中的预测概率指 GEYR 处于状态 1，即适合投资股票周期的概率

二、战术资产配置结果——12 月市场或将下跌

为了研究宏观经济与证券市场趋势之间稳定的关联度，我们改变了以往构建单一模型，研究两者长期均衡关系的做法，转而从周期属性和宏观背景角度出发，引入隐性变量对宏观经济周期和市场趋势进行了合理的刻画，并以此为重要前提，构建了度量宏观经济周期与证券市场趋势及其相互影响关系的 SWARCH 模型。该模型的基本思路：某些宏观经济指标对市场的运行轨迹起着明显的制约作用，但这种制约关系并不表现为每一期数据之间的一一对应关系，因此我们着重研究的是宏观经济周期与市场趋势之间的转移概率分布。我们利用该模型对诸多宏观经济变量进行了测试，结果发现，以 M2 环比增速为基础指标构建的货币供应周期与证券市场之间的关联度最强也最稳定，并且货币供应周期具有领先市场趋势的特征，最佳领先期为一个月，即一个月。

我们利用上述研究结果，构建了市场趋势的预测模型，从以往的检验结果来看，对证券市场的趋势运行具有较好的预测精度，但从近期预测结果看，有些许滞后效应，我们认为这可能是由于随着市场对于流动性指标 M2 的重视程度的提升，

使得市场表现直接受到 M2 预期影响，待到真实数据发布时参考意义已经有限。我们利用截至 2010 年 10 月份的广义货币余额环比增速和截至 2010 年 11 月份的市场收益率数据，继续对 2010 年 12 月份市场走势作出判断，结果显示，2010 年 12 月份市场将呈下跌趋势。

我们将持续发布月度市场趋势预测，以长期跟踪和检验模型的稳定性和预测精度，并据此作为进行大类资产配置的支持。

表 1 预测结果

	2006.11	2006.12	2007.01	2007.02	2007.03	2007.04	2007.05	2007.06	2007.07	2007.08
模型预测结果	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨
市场实际趋势	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	下跌	上涨	上涨
	2007.09	2007.10	2007.11	2007.12	2008.01	2008.02	2008.03	2008.04	2008.05	2008.06
模型预测结果	上涨	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	下跌
市场实际趋势	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	下跌
	2008.07	2008.08	2008.09	2008.10	2008.11	2008.12	2009.01	2009.02	2009.03	2009.04
模型预测结果	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨
市场实际趋势	上涨	下跌	下跌	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨	上涨
	2009.05	2009.06	2009.07	2009.08	2009.09	2009.10	2009.11	2009.12	2010.01	2010.02
模型预测结果	上涨	上涨	上涨	上涨	下跌	下跌	上涨	上涨	下跌	下跌
市场实际趋势	上涨	上涨	上涨	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨	下跌	上涨
	2010.03	2010.04	2010.05	2010.06	2010.07	2010.08	2010.09	2010.10	2010.11	2010.12
模型预测结果	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌
市场实际趋势	上涨	下跌	下跌	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨	下跌	

资料来源：海通证券研究所

注：红色背景标示的为误差期，其他均为准确期。

我们的每期预测都使用了当期的 M2 环比增速的预期值，该数值也是在 SWARCH 模型中滚动推到得到的，我们假设 M2 数据环比增速是一个满足 AR(1) 模型，且其主要模型参数服从 Markov 过程。根据模型中的已知 M2 序列数据，我们得到最新一期 M2 预期为环比上月上涨 1.4%，即同比上涨 19.33%。考虑到 09 年底中央对于 2010 年 M2 总体增速控制在 17% 的政策导向、以及前 10 个月新增信贷数量分析，我们预计 11 月和 12 月的 M2 增速将显著低于模型的中性预期，从参数敏感性分析结果看，12 月市场将出现下跌行情。

需要指出的是，在上期报告中，我们提示投资者 11 月市场走势将同 8 月接近，其背景都是在流动性并未放松情况下的趋势延续性上涨行情，可能走出上半月前期冲高下半月回落的态势，从 11 月的真实走势看，同我们的实际预期吻合。11 月中下旬的市场大幅下跌，我们认为由两个方面原因造成：1. 10 月市场的快速上涨使得获利盘较大，因此遇到市场不稳定时获利了解心态占据上风，导致短期出现大幅杀跌；2. 为完成年内 17% 的 M2 增速预期，预计 11 月和 12 月的信贷投放额度将严格大幅度收紧，相对于“史上最冷的冬天”来说，资金面的冬天似乎“更冷”。但是，当前 GEYR 指标显示，市场估值水位处在历史低位，距离历史中值尚有距离，我们认为资金面的冬天来得剧烈，但 2011 年 1 月的信贷春天就在眼前，投资者在市场整体估值处于低位阶段不应过分关注流动性因素带来的负面影响，已经被名松实紧的货币政策压抑了一年半之久的市场做多热情，将有可能在来年一季度流动性缓解中集中爆发，考虑到这一因素，我们对于今年 12 月的市场走势不宜过度悲观，先跌后涨的月内 V 型走势将可以预期，而全月整体的涨跌将显得并不重要。

表 2 M2 增速敏感性分析

11 月 M2 同比增速假设 (%)	16	17	18	19	19.33287	20	21
转换为 M2 环比增速假设 (%)	-1.43	-0.58	0.27	1.12	1.40	1.96	2.81
对应市场预期结果	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	上涨

目前每月的 M2 官方公布时间为下月 11 日左右，我们在进行实际 M2 敏感性分析的前提下，也将在官方公布 M2 数据后及时更新我们的市场月度走势预测观点。

相关报告：《宏观经济周期与证券市场的趋势相关性研究》、《GEYR 策略在股票债券配置中的运用》等

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。