

2011 年 1 月市场：预计市场先盘整后攀升，总体为上涨

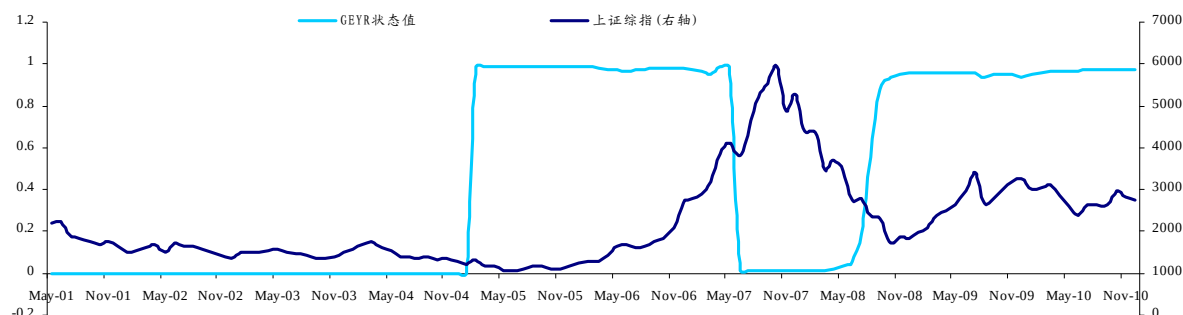
金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850210070001
dinglm@htsec.com
021-23219068

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——1 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 11 月份的广义货币余额环比增速和截至 2010 年 12 月份的市场收益率数据,继续对 2011 年 1 月份市场走势作出判断,结果显示,2011 年 1 月份市场将继续呈下跌趋势。

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	下跌
2011.01										
模型预测结果	下跌									
市场实际趋势										

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 1.23%,即同比上涨 18.6%。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 11 个月新增信贷数量分析,我们预计 12 月的 M2 增速将显著低于模型的中性预期,从表 2 参数敏感性分析结果看,1 月市场将出现下跌行情。

表 2 M2 增速敏感性分析

12 月 M2 同比增速假设(%)	16	17	18	18.61	19	20	21
转换为 M2 环比增速假设(%)	-0.99	-0.14	0.71	1.23	1.57	2.42	3.27
对应市场预期结果	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	上涨	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。

三、观点汇总

在上期报告中,我们提示投资者 12 月市场可能走出 V 型走势,指数在 12 月整体上涨还是下跌并不重要。实际市场走势正如我们预期,在 12 月初市场预期伴随 CPI 数据出炉将引发加息恐慌,从而出现 12 月 9 日市场杀跌,但由于随后政策未出现加息,从而导致市场直接选择向上,这一细节充分说明市场本身做空动力已经不足,在短期利空打击下的下跌不能更改基本面估值带来的长期利好吸引,也同我们月初的判断一致。12 月 20 日附近的快速下跌可以被视为对短期加息的又一次恐慌,但迟迟未落的靴子在“圣诞节”落下,显然超出了市场的预期,加上美国第三艘航母编队来到东亚海域,无疑大幅强化了朝韩半岛战争预期,这也是下半月影响市场的重要插曲。货币政策调控不按市场预期出牌,显然导致了市场的政

策预期风险增大，同时引来一阵恐慌性质下跌，本月最低见到 2721 点。但仔细分析事件，2011 年进入加息周期已是市场共识，部分研究报告甚至认为加息 3 次以上。因此我们认为加息等货币紧缩政策已经在 2010 年整年的市场走势中得以消化，本轮下跌应当不具备可持续性。

展望 1 月，我们维持在 12 月报告中的定性观点，虽然预期 12 月 M2 增速继续回落，因此 SWARCH 模型结果显示为市场继续调整，但再看 1 月 M2 数据，假设 2011 年全年 16% M2 增速，则根据历史上每年 1 月 M2 环比增幅判断，2011 年 1 月 M2 环比增幅极有可能上到 2.5%，不排除环比 3% 可能，按照这一数据预测则 SWARCH 模型将对市场做出乐观判断。市场是在自我完善的，不存在一个指标能够始终有效，尤其是历史数据，而我们的定性研究就是希望改进模型本身模式较为固定的缺陷；另一方面，从反应估值角度的 GEYR 指标判断，股市仍然在低估值范围徘徊，长期低估值在年报公布来临期间将得以修复，即便最悲观预期下也将有一波反弹行情，当然，我们对市场的预期较此更为乐观。

由于市场本身仍处在下跌趋势中，且短期内流动性指标 M2 并未转好，加上 SWARCH 模型显示下跌，因此我们对于 1 月上半月的走势判断相对谨慎，可能为盘整走势，但伴随上市公司年报的逐渐披露，市场将会震荡上行，整月可能出现上涨走势。

当然，考虑到 12 月中众多不确定因素对市场产生影响的事实，我们建议投资者关注以下可能发生的事件：

1. 由于 CPI 过高导致的货币紧缩政策超预期，如连续或大幅加息；
2. 朝韩局势恶化；
3. 美国经济持续衰退。

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。