

2011 年 2 月市场：预期流动性将出现放松信号，预计市场本月盘升

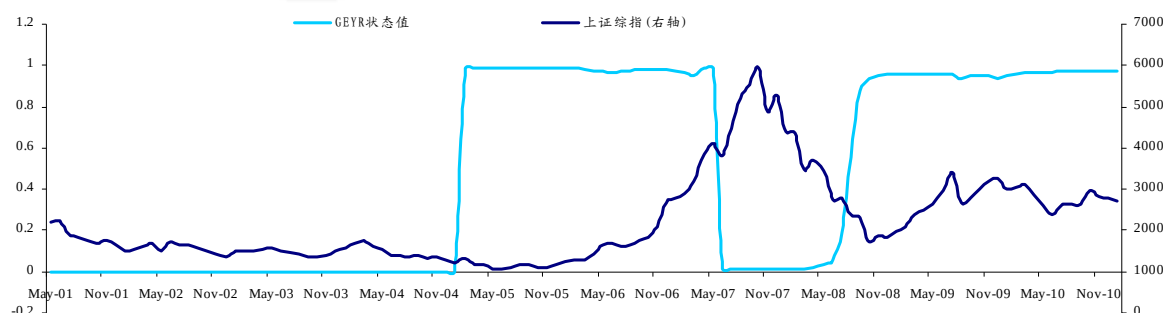
金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850210070001
dinglm@htsec.com
021-23219068

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 2011 年 1 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——2 月市场或将上涨

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 12 月份的广义货币余额环比增速和截至 2011 年 1 月份的市场收益率数据,继续对 2011 年 2 月份市场走势作出判断,结果显示,2011 年 2 月份市场可能呈现上涨态势。

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		
模型预测结果	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌		
市场实际趋势	上涨	下跌	下跌	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨		
	2010.11	2010.12	2011.01	2011.2						
模型预测结果	上涨	下跌	下跌	上涨						
融合分析师主观 经验后	震荡,可参 考 8 月走 势;	V 型走 势,全月 涨幅并 不重要	上旬盘 整,下旬 攀升	全月攀 升						
市场实际趋势	下跌	下跌	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 1.15%,即同比上涨 17.35%,但同时根据目前市场预计的 2011 年 1 月信贷再次井喷传闻,我们假定 1 月 1.2 万亿新增信贷下,预计同期 M2 月环比将继续上升到 2.5% 左右。下表分别显示了在 1 月 M2 环比 1.15% 和 2.5% 左右时的对应 2 月市场表现预测,结果显示一跌一涨。考虑到模型内生预测的 M2 数据可靠性较差,我们倾向于将该重要参数设置为市场预期值,可以看到,在该 M2 增速预期下市场将可能出现上涨!

表 2 M2 增速敏感性分析

12 月 M2 同比增速假设 (%)	17	17.35	18	18.5	18.75	19	20
转换为 M2 环比增速假设 (%)	0.85	1.15	1.71	2.15	2.36	2.58	3.44
对应市场预期结果	下跌	下跌	下跌	下跌	上涨	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1月市场走势可能为“先盘整、后攀升，整月上涨”。从实际走势分析，1月15日之前市场窄幅震荡符合预期，但15日之后，伴随12月宏观数据的陆续公布，市场再次落入对宏观调控紧缩的恐慌气氛中，短端方面银行间回购利率的大幅飙升、银行信贷暂停等消息都对市场心态形成负面影响，接踵而来的国务院房地产新“国八条”和随后出台的两地房产税开征试点都对市场形成了短期冲击，并最终导致市场不涨反跌，在下半月中未能表现强势。上述这些负面信息，包括政府强制性压制流动性、房产调控再升级等，虽然在出台时点上略超预期，但从更长期预期角度分析，其实上述信息的出台只是时间问题，因此很难说大幅超出市场预期。从市场表现中也能看到，在最低下探至2661点（上证综指）后，四根日K阳线的走势可谓是迟来的行情，因此总体分析后，我们认为本月市场表现还在我们的预期之内。

展望2月，我们维持12月报告中的定性观点，认为市场目前处在低估值和紧流动性背景下，长期看估值回复、短期看流动性放松。在1月报告中我们也提及在预测1月M2将达到2%以上的前提下，坚决看好流动性放松后的市场上涨行情。从如今最新信息分析，1月M2完全有可能达到我们之前的预期，因此SWARCH模型也出现了重要的看多信号，其反应的是压制市场信息的流动性放松的信号，提请投资者重点关注其实际意义！我们认为在该背景下市场将走出估值修复行情，且若未来宏观经济数据显示国内国际经济环境继续改善，则行情将有可能进一步得以延续。正如上月报告中所述，我们对市场的预期偏向后者，即更为乐观。

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

分析师声明

丁鲁明：金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。