

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: 2011-1-26 市场依然处于整理形态中

黄君杰、徐鹏: 2010-12-29 机构逆市操作开始买“套”

黄君杰、徐鹏: 2010-12-22 短期市场依然处于整理形态中

黄君杰、徐鹏: 2010-12-08 短期市场依然以弱勢整理为主

黄君杰、徐鹏: 2010-11-24 微观流动性较差, 短期市场依然处于整理形态

黄君杰、徐鹏: 2010-11-17 预期逆转致机构流动性挤兑

黄君杰、徐鹏: 2010-11-11 基金仓位、中期微观流动性又双临高位

黄君杰、徐鹏: 2010-9-1 微观流动性三维均较好, 短期呈现平衡市

黄君杰、徐鹏: 2010-8-25 微观流动性依然较好, 不支持市场深度调整

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, 破局需待地产成交放量预期形成

黄君杰、徐鹏: 2010-8-4 短期调整已现, 中期依然看好市场

A股市场流动性周报

机构逢高套现, 震荡市思路现端倪

要点

- 相比春节前最后一个交易日, 沪深 300 上涨 4.56%, 基金仓位却下降 1.25%。截至本周二, 开放式偏股型基金仓位 89.14%, 接近历史高点。近一周, 从规模较大的十大基金管理公司的持仓比率看, 9 家均主动性减仓, 减仓幅度在 1%以上的基金公司有 5 家; 仅银华主动性加仓。从偏股型基金仓位水平来看, 7 家仓位升至 9 成以上, 维持 8 成以上仓位的机构为 2 家, 7 成至 8 成之间的仅为 1 家, 无机构仓位维持 7 成以下。
- 最近一周市场弹性指标处于高位, 市场弹性较好; 近期市场宽度扩大, 交易方向变化对指数影响趋强。市场的流动性深度相比于历史水平处于相对高位。从流动性三维看, 微观流动性弹性较好; 微观流动性深度较好; 宽度流动性较差; 短期来讲, 这是典型的反弹趋升的市场特征。
- 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 0.59, 相比于春节前一交易日回落 2.7 个百分点, 但短期有企稳的迹象, 从货币供应趋势看无法支持形成中期拐点, 中期仍难改震荡是格局。
- **风险提示:** 通胀超预期、紧缩超预期; 统计产生的经验性规律失效, 特别是结构性行情导致的基金仓位测度偏差增大。

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.....	6

1、市场流动性跟踪

1.1 市场弹性指标

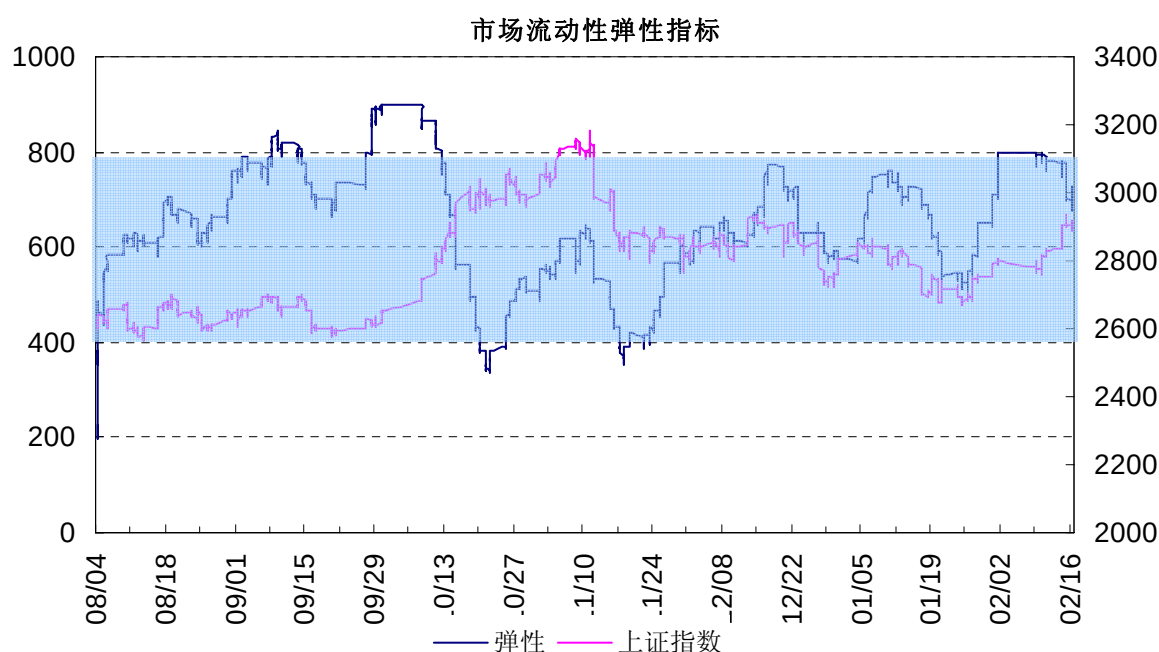
对于市场弹性指标，我们选用 10 分钟内指数成交价与相应得开盘价的最大偏离率的倒数来表示，偏离越大，表明回复所需要的时间越长，弹性越差。上证指数一段时期内平均的弹性指标为：

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

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处于高位，市场弹性较好。

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：

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

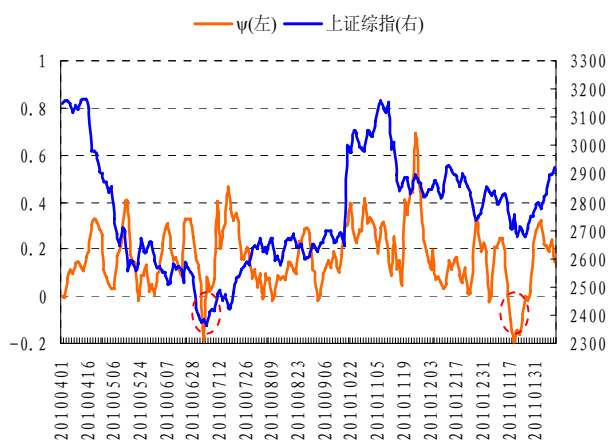
其中 ΔP 是指数点位的变化, t 是时间, 表示第 t 笔交易, $t-1$ 表示在 t 之前的一笔交易, q_t 为带正负号 (表示买卖方向) 的交易量, D 为表示交易方向的虚拟变量, y_t 为误差项。

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。

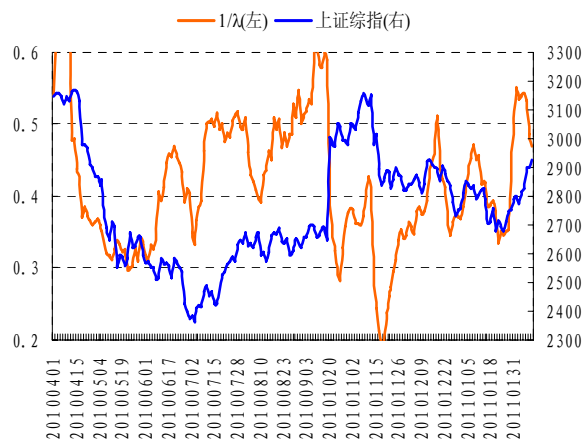
如下图 2, 近期市场宽度扩大, 交易方向变化对指数影响趋强。如下图 3, 市场的流动性深度相比于历史水平处于相对高位。从流动性三维看, 微观流动性弹性较好; 微观流动性深度较好; 宽度流动性较差; 短期来讲, 这是典型的反弹趋升的市场特征。

图 2 Glostern-Harris 交易成本—— φ

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



奇异区域, 交易方向持续的卖出效应为负



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:

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

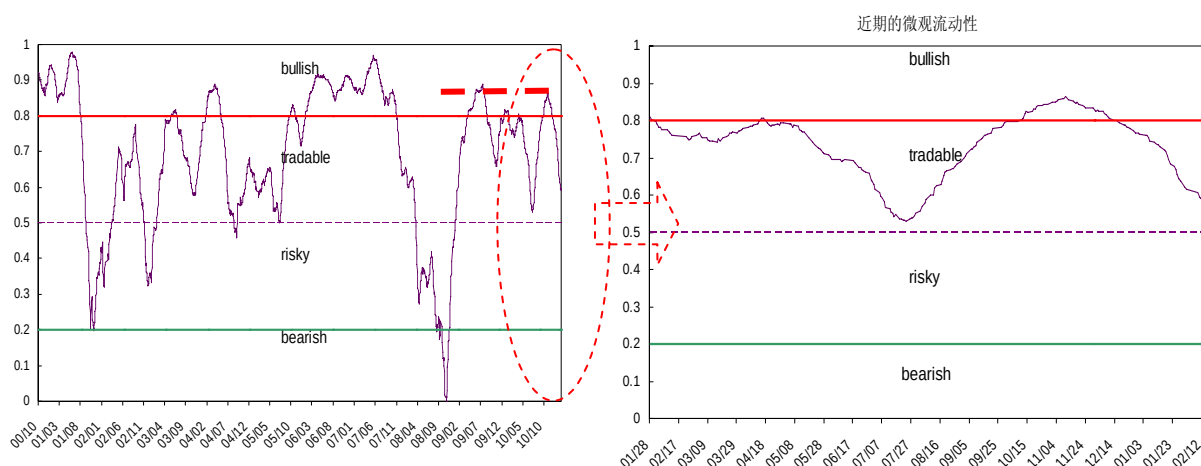
并对该指标进行如下方式标准化, 并通过标准化的流动性综合指标进行辅助观察。

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

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的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 0.59，相比于春节前回落 2.7 的百分点，有企稳的迹象，从货币供应趋势看无法支持形成中期拐点。

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、B 股、基金开户数分别为 131704 户、521 户、24602 户，分别相比上周增加 67696 户、165 户、7088 户。参与交易的账户户均交易金额为 12 万元，户均交易金额增加 2 万元，交易集中度回升。参与交易的 A 股账户为 981.6 万户，相比上周增加 346 万户；期末 A 股持仓账户为 5619 万户，相比上周增加 9.5 万户。市场交易账户与持仓账户的比率可比值比上周增加 6.1%，为 17.5%。

图 5 新增 AB 股、基金开户数

图 6 户均交易金额

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》

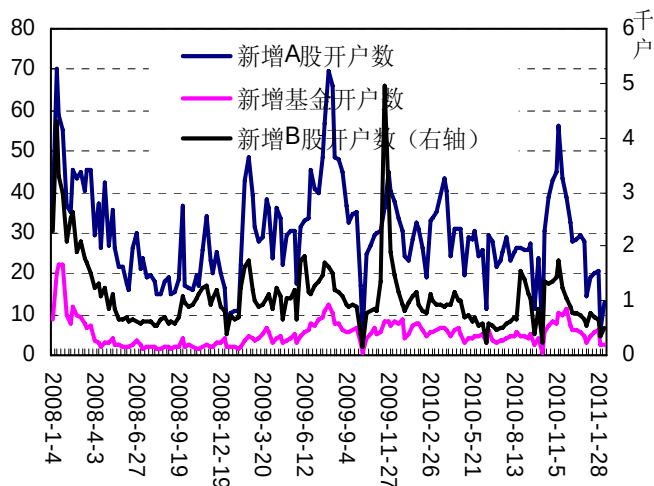


图 7 持仓户数及参与交易的户数

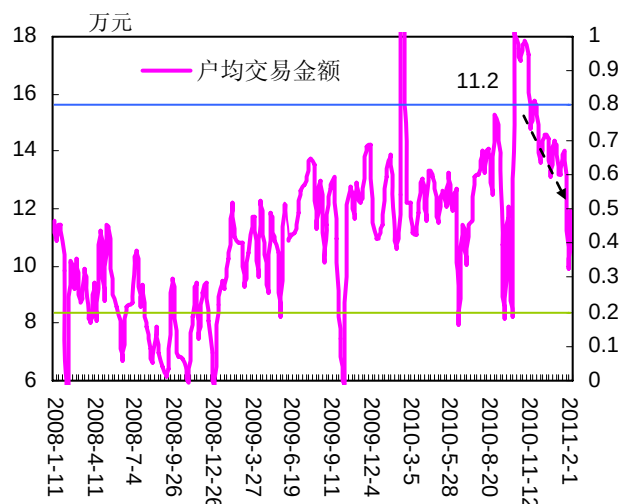
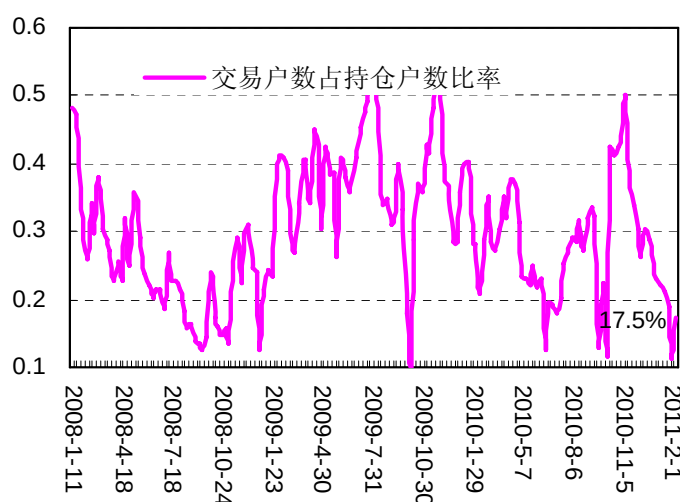
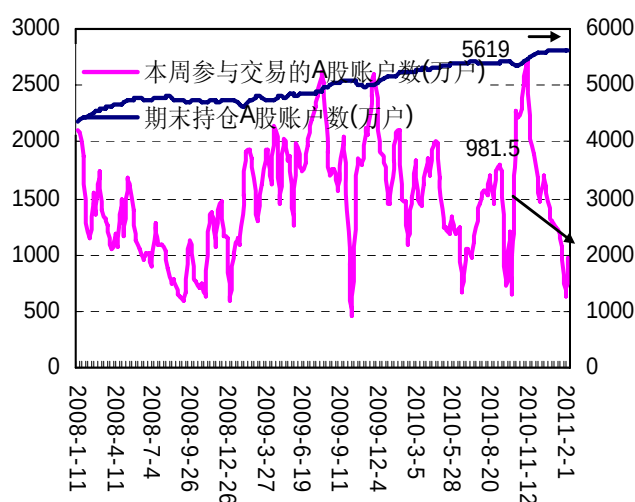


图 8 市场交易户数占持仓户数比率



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

相比春节前最后一个交易日，沪深 300 上涨 4.56%，基金仓位却下降 1.25%。截至本周二，开放式偏股型基金仓位 89.14%，接近历史高点。相比节前最后一个交易日，主动调仓仓位下降 1.63%。其中开放式股票型基金仓位 93.95%，主动调仓仓位下降 0.95%；开放式混合型基金仓位 82.64%，主动调仓仓位下降 2.44%。

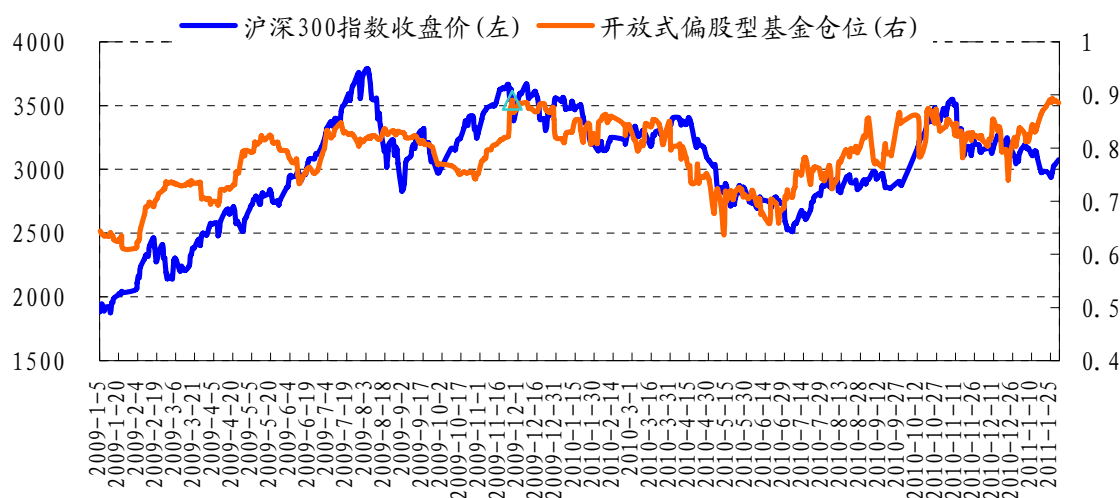
表 1 开放式偏股型基金仓位测算（截至 2011.2.15）

² 测算方法详见附录

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	89.14	90.39	(1.25)	(1.63)
开放式股票型基金	93.95	94.68	(0.73)	(0.95)
开放式混合型基金	82.64	84.50	(1.86)	(2.44)

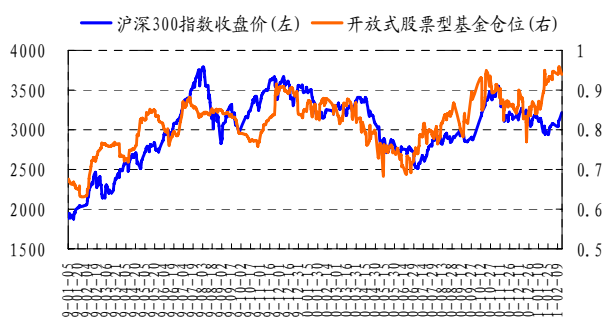
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

图 9 开放式偏股型基金整体仓位测算



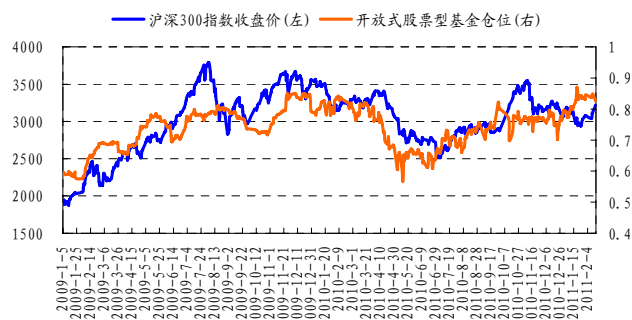
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

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

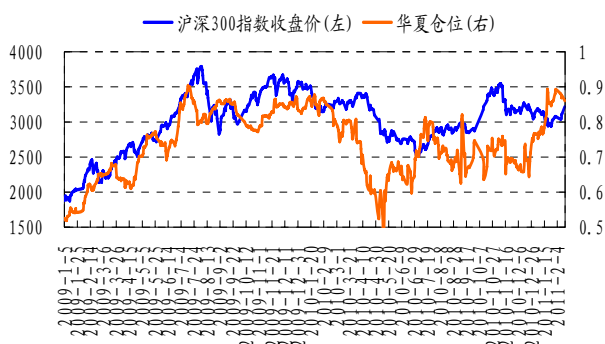
近一周, 从规模较大的十大基金管理公司的持仓比率看, 9 家均主动性减仓, 减仓幅度在 1%以上的基金公司 5 家; 仅银华主动性加仓。从偏股型基金仓位水平来看, 7 家仓位升至 9 成以上, 维持 8 成以上仓位的机构为 2 家, 7 成至 8 成之间的仅为 1 家, 无机构仓位维持 7 成以下。

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 2011.2.15）

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	1690.37	2187.15	86.06	89.24	(3.18)	(3.60)
嘉实基金管理有限公司	21	1473.92	1537.24	81.38	85.29	(3.91)	(4.46)
易方达基金管理有限公司	23	1450.89	1427.40	95.00	95.00	0.00	(0.21)
南方基金管理有限公司	25	1118.44	1124.81	90.12	91.42	(1.30)	(1.65)
博时基金管理有限公司	20	1234.96	1098.21	74.52	74.92	(0.40)	(1.23)
广发基金管理有限公司	15	901.55	1034.26	95.00	95.00	0.00	(0.21)
大成基金管理有限公司	18	898.12	838.62	91.49	91.65	(0.16)	(0.49)
银华基金管理有限公司	17	651.29	794.12	95.00	94.50	0.50	0.27
华安基金管理有限公司	19	756.57	748.79	94.15	96.59	(2.44)	(2.58)
上投摩根基金管理有限公司	13	563.62	594.89	95.00	95.00	0.00	(0.21)

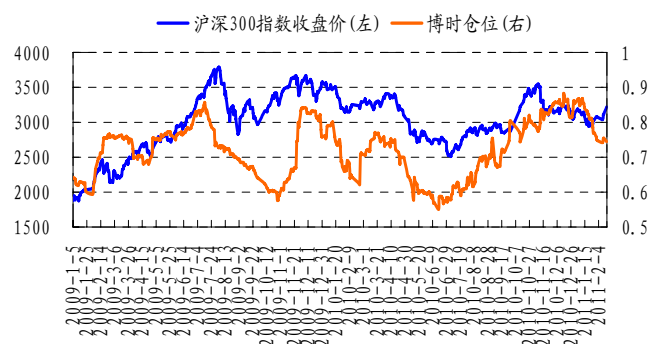
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 12 基金公司偏股型基金仓位—华夏



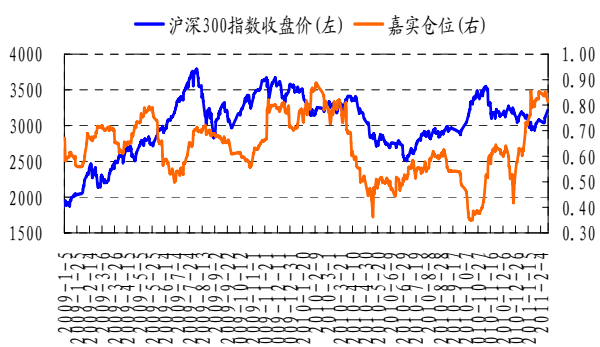
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

图 13 基金公司偏股型基金仓位—博时



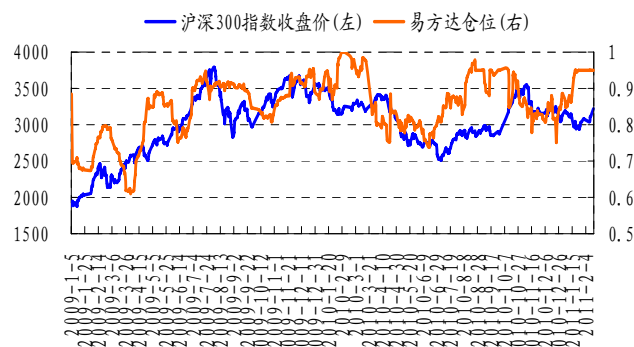
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

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

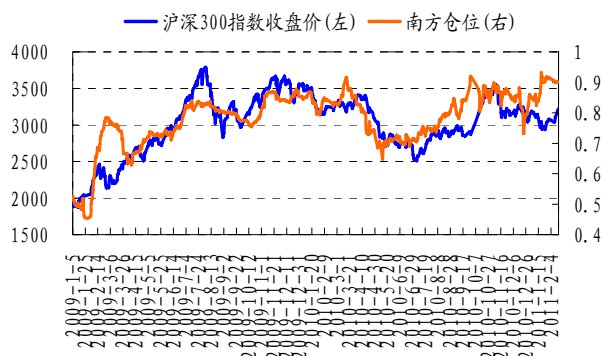
图 15 基金公司偏股型基金仓位—易方达



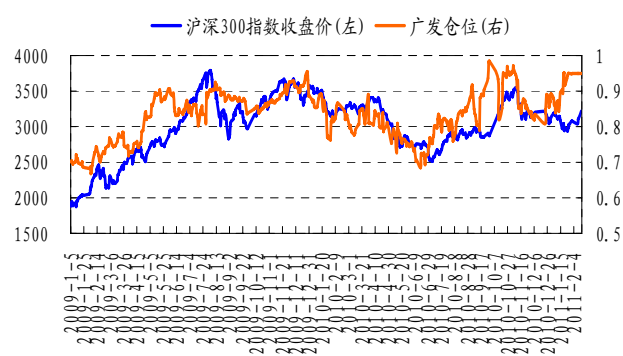
资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

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



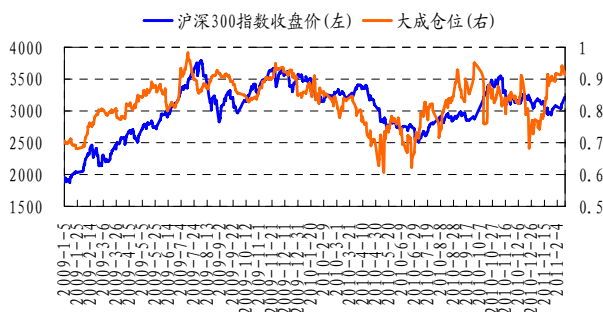
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理



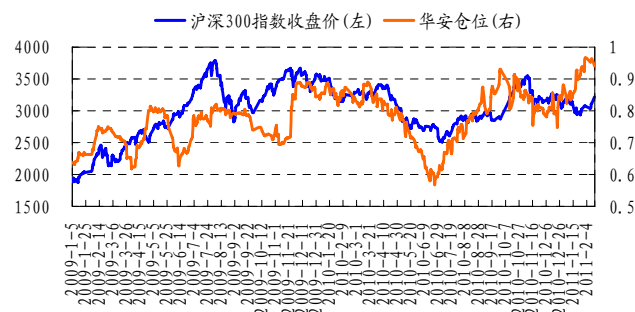
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

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



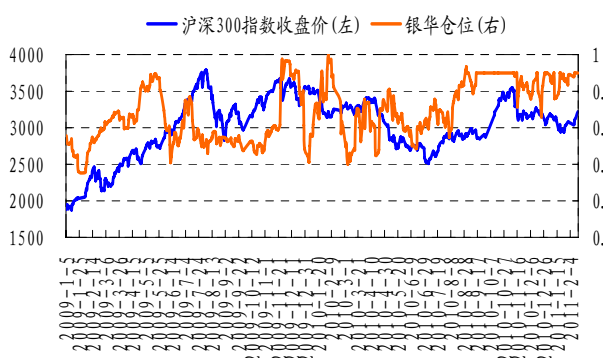
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理



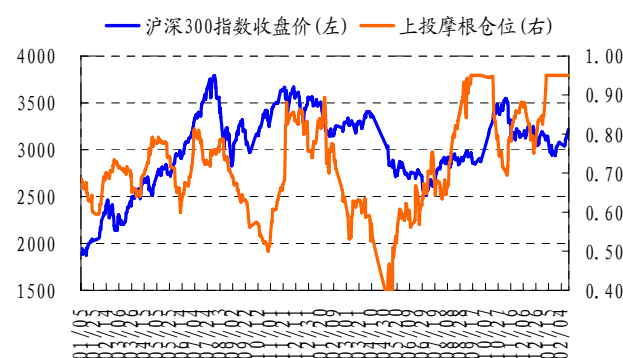
资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

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

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, 北京大学光华管理学院经济学硕士, 中投证券研究所策略分析师。五年证券行业从业经验。主要从事市场判断及策略配置。

徐鹏, 中投证券量化策略分析师, 武汉大学经济与管理学院金融工程硕士, 三年证券从业经验。从事权证定价、股指期货期现、跨期套利及大小非减持、基金仓位的研究, 擅长 VBA 编程建模以及对大量数据的程序化处理。

免责条款

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 62222932

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