

2011 年 3 月市场：预计全月震荡盘升，期待“两会”政策和年报带来的估值修复

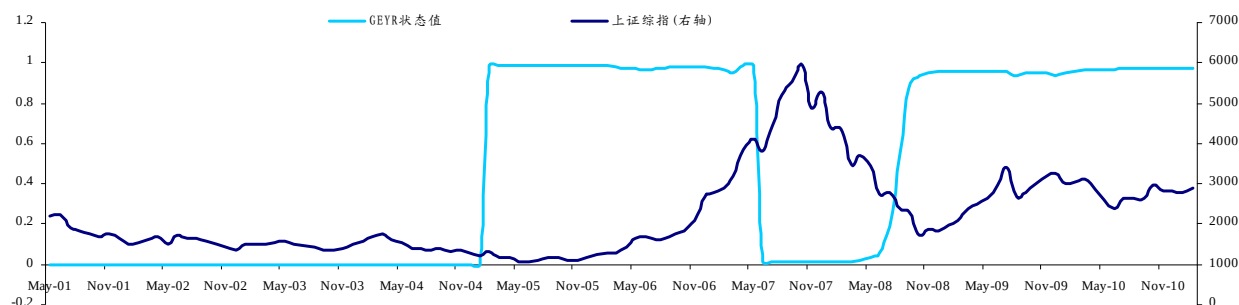
金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850210070001
dinglm@htsec.com
021-23219068

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 2 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——3 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 2011 年 1 月份的广义货币余额环比增速和截至 2011 年 2 月份的市场收益率数据，继续对 2011 年 3 月份市场走势作出判断，结果显示，2011 年 3 月份市场可能呈现下跌态势。

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	2011.3					
模型预测结果	上涨	下跌	下跌	下跌	下跌					
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	震荡攀升					
M2 数据公告后修正				短期盘整						
市场实际趋势	下跌	下跌	下跌	上涨						

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 1.27%，即同比上涨 17.13%。

表 2 M2 增速敏感性分析

2 月 M2 同比增速假设 (%)	16	17	17.13	18	19	20
转换为 M2 环比增速假设 (%)	0.29	1.16	1.27	2.02	2.89	3.75
对应市场预期结果	上涨	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—预计 3 月震荡盘升，期待“两会”政策和年报带来的估值修复

在2月中，我们总共发布两篇市场择时报告，观点分别为：“2月市场全月攀升”（2.1）和“2月后半月市场震荡调整，中长期继续看好”（2.16）。从市场实际走势分析，2月上旬时市场受到CPI数据低于预期、1月新增信贷高于预期的朦胧利好下，展开上攻行情，同期公布的1月进出口数据较好反应了外需回暖态势，并对原先的经济悲观预期进行有效修正，市场于2月16日达到本月高点（上证综指），累计涨幅4.88%；但实际公布的一月信贷数据大幅低于市场预期，导致市场随后进入了预期中的调整态势，上升态势明显受到压制。总体分析，我们感觉到了利好信息对市场的正面冲击程度已经开始大于利空信息对市场的负面冲击，显示市场内在下跌动能正在减弱，上升趋势正在形成。

展望3月，我们继续维持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，且市场已经较为充分反应悲观预期，未来任何利好政策都可能成为推升行情的主因。基于SWARCH模型的月度观点本周结果在上涨和下跌附近游弋，因此其方向性可参考性不大。我们认为市场3月极有可能在“两会”可能的财政刺激政策和确定性较高的年报行情下继续上行。我们认为，一方面保障房规划和“减税”政策两个方面有可能形成对中国经济的短期刺激效应；另一方面，银行股在3月中后期其中披露年报，预计市场可能出现基于银行股估值修复的上涨行情，且从2月25日已经披露年报的深发展银行分析，其业绩影响因素基本已被市场所预期，并未出现低于预期现象，其对市场1月前恐慌过度心态的逐渐平稳有利。而在3月上旬，由于众多2月经济数据出台、且有“两会”政策的不确定性因素，我们暂且认为上半月横盘震荡的可能性更大，短期市场方向取决于经济数据和政策是否超预期。

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经营范围包括证券投资咨询业务。