

中小盘风险已现



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

刘湘宁
SAC 执业证书编号:s1000510120001
liuxn@mail.htlhsc.com.cn

联系人

吴彦霖
0755-82537854
wuyl@mail.htlhsc.com.cn

关键指标提示:

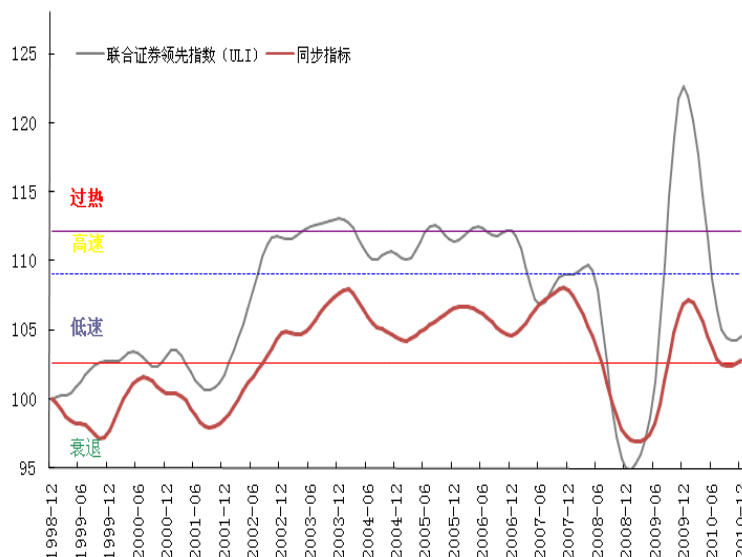
- 宏观领先指标:** 由于1月宏观多项分项数据统计局不公布,包括工业增加值数据,宏观领先指标以及流动性环境指数将于3月中旬更新
- 风格轮动:** 1月数据显示,在持续紧缩已经变为常态后,从小盘往大盘股转换的过程再遭曲折。在市场系统风险不大的前提下,超配小盘成长股获得绝对收益的策略仍将强于超配大盘周期股获取相对收益的策略。
- 流动性环境指数:** 由于1月流动性分项数据CPI等口径发生改变,导致宏观数据预测模型要在进一步数据出台后更新,流动性环境指数将于3月中旬更新
- 动荡指数:** 动荡指数近期又出现了拉高突破高压线的现象,建议降低仓位配置,尤其是中小市值部分的配置。虽然指数不一定出现大幅度调整,在行业配置和风格配置上需要谨慎。
- 盈利动量:** 上周具有盈利预测动量的行业:农林牧渔,钢铁,信息设备,家电,公用事业,商贸。行业分析师看法较为谨慎,出现动量的行业以防御性居多。
- 风险偏好指数:** 风险偏好综合指数近期出现大幅度走高。节后受到投资者情绪走高的影响,在市场流动性持续紧缩条件下,中小盘主题类个股走高甚至突破前期高位,对负面信息不敏感。需要注意投资者情绪的反转,尤其是3月中旬宏观数据法布前。1月统计局部分数据并未公布,2月数据公布后宏观预测模型存在修改的可能,未来一段时间内不确定性很大。这种不确定性可能导致投资者闻风而动造成情绪的反转,加之中小市值很多主题和个股上周突破前期高点,后续存在年报低于预期的风险,在不确定环境中减持以确保获利的情绪渐浓。

表格 1: 指标综述

	指标	本周更新	当前	预期
宏观指标	领先	3/20	上行	上行
频度: 月	流动性环境	3/20	稳定	稳定
	风格轮动	是	小盘	小盘
市场指标	风险偏好	是	走高	拐点
频度: 周	行业价值与成长	是	防御	防御
	行业盈利动量	是	防御	防御
	A股动荡	是	走高	风险
数量指标	CVI	是	回落	减仓
频度: 周	HURST	是	平稳	平稳

数据来源: 华泰联合证券研究所

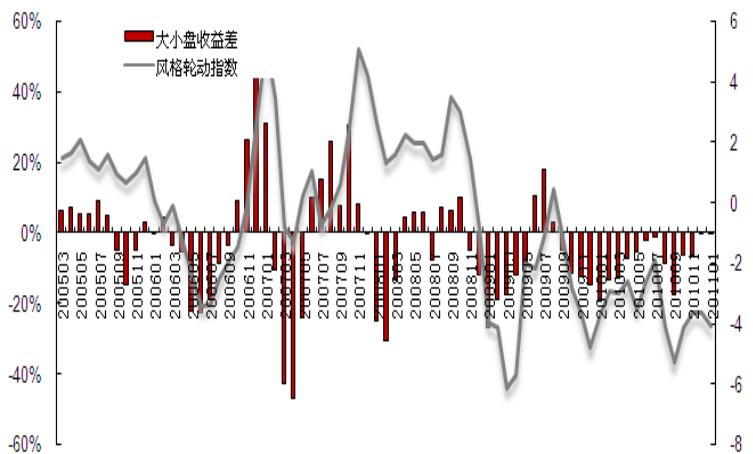
图 1: ULI (领先指数) 与工业增加值同比增速 (同步指标)



12 月数据显示，同步指标与领先指标均在拐点后反弹上行。从拐点的位置和上行的时间来看，经济软着陆在控制下进行。同步指标本轮波动均在正常区间内未出现突然拉高或回落。各方面宏观调控较有成效，经济稳定向好。

资料来源: 统计局, 华泰联合证券研究所

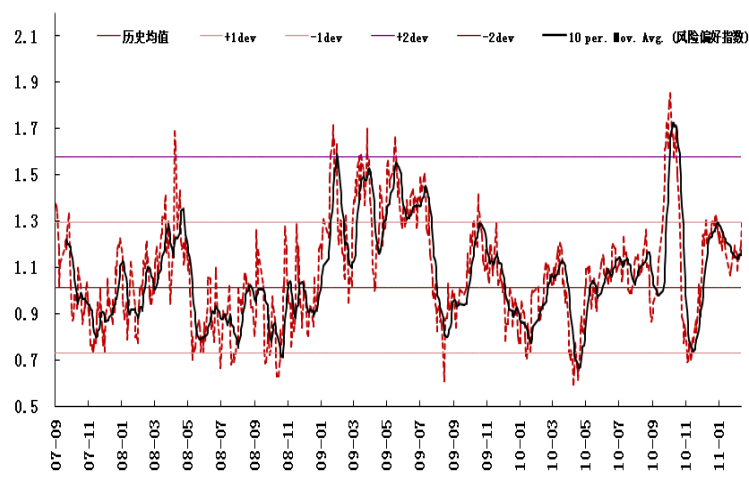
图 2: 风格轮动指数与风格收益差



1 月数据显示，在持续紧缩已经变为常态后，从小盘往大盘股转换的过程再遭曲折。在市场系统风险不大的前提下，超配小盘成长股获得绝对收益的策略仍将强于超配大盘周期股获取相对收益的策略。

资料来源: Wind 数据, 华泰联合证券研究所

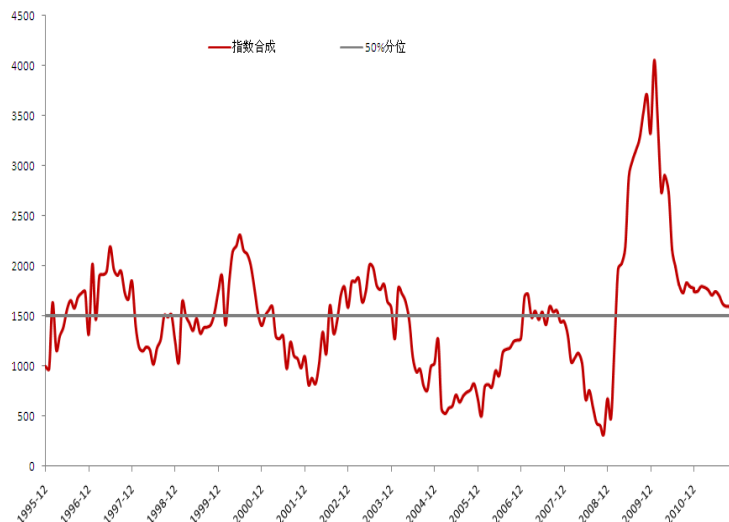
图 3: 风险偏好指数走势



风险偏好综合指数近期出现大幅度走高。节后受到投资者情绪走高的影响，在市场流动性持续紧缩条件下，中小盘主题类个股走高甚至突破前期高位。需要注意投资者情绪的反转，尤其是 3 月中旬宏观数据发布前。

资料来源: Wind 数据, 华泰联合证券研究所

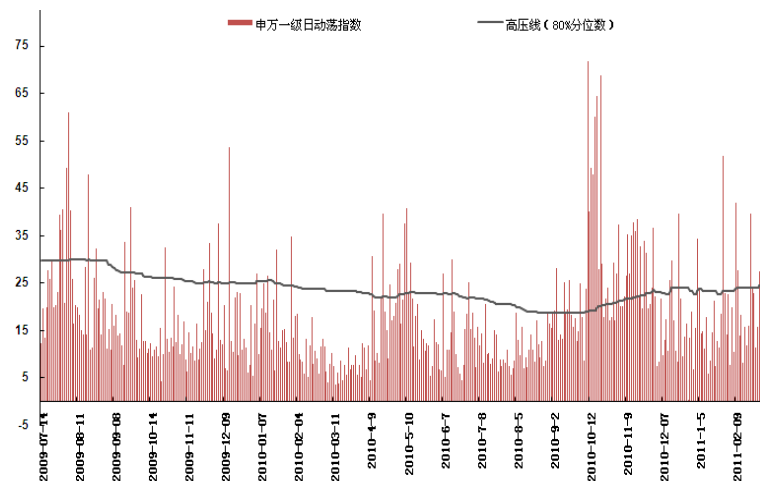
图 4：流动性环境指数



12 月数据，结合增加存款准备金等因素（本指标数据预测未考虑 2 月 9 号的加息）更新我们对明年预期，指标显示市场的流通性将在均值上方趋于稳定，虽然综合流动性下行趋势未变，但波动空间有限。我们近期会结合更新的加息等因素调整本指标。

资料来源：Wind 数据，华泰联合证券研究所

图 5：A 股市场动荡指数

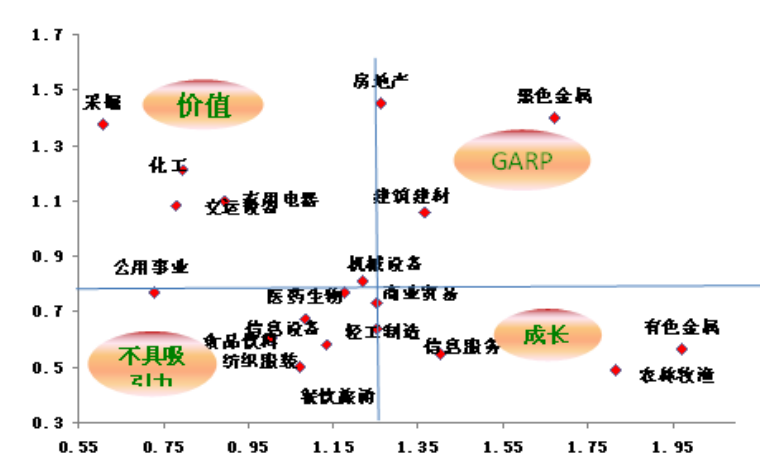


动荡指数反映 A 股市场的整体风险和压力状况。

动荡指数近期又出现了拉高突破高压线的现象，建议降低仓位配置，尤其是中小市值部分的配置。

资料来源：Wind 数据，华泰联合证券研究所

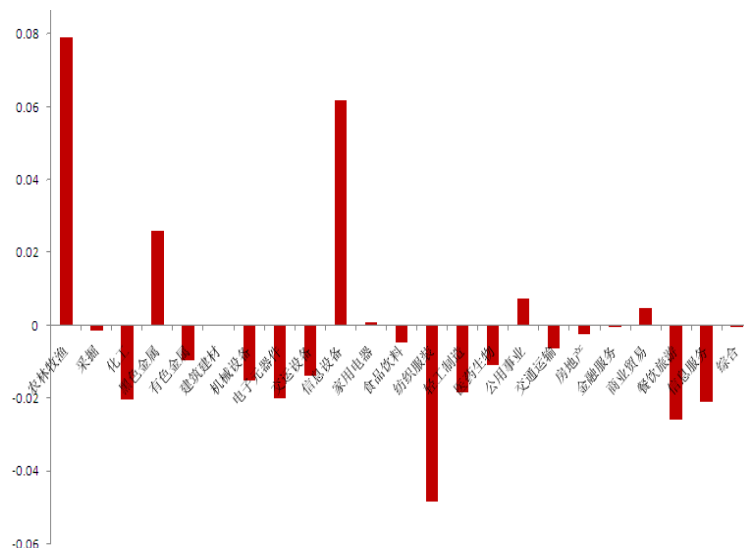
图 6：行业价值和成长的评估



GARP 行业，价值行业，成长行业和防御性行业的周收益率分别为 -0.72%，0.21%，0.66%和 2.85%。防御性行业反弹效应较为显著。建议后续仍然以均衡的行业配置为主。

资料来源：Wind 数据，华泰联合证券研究所

图 7： 行业盈利动量

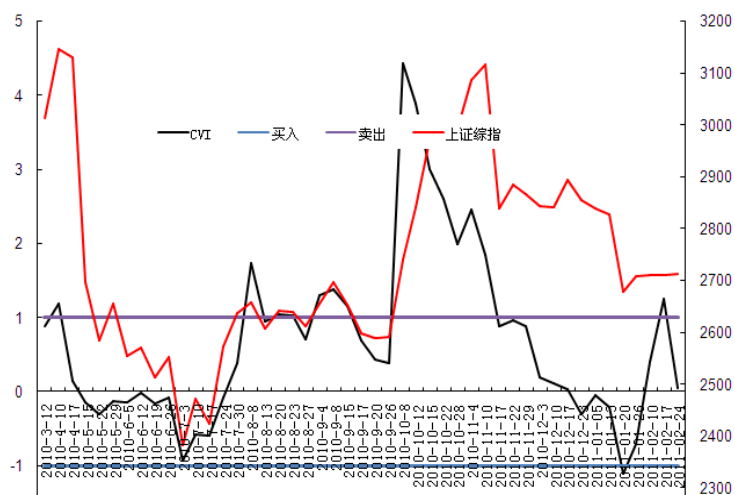


盈利预测动量值 >0 ，反映了该行业的盈利预测加速。上周具有盈利预测动量的行业：农林牧渔，钢铁，信息设备，家电，公用事业，商贸。

行业分析师看法较为谨慎，出现动量的行业以防御性居多。

资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

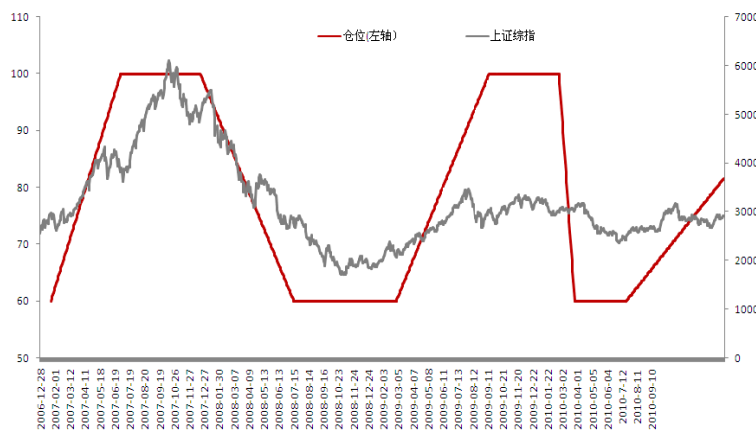
图 8： CVI 指数



基于1月CPI 4.9，2月CPI 4.3的宏观预测，我们对CVI进行了调整。1月CPI 低于市场预期造成CVI指数在月底接触买点，引领了市场中小和主题的一波行情。基于预测的CVI 2月中旬后形成卖点，建议降低仓位。

资料来源：Wind 数据，华泰联合证券研究所

图 9： HURST 簇指数



单日 HURST 指数继续走强。市场对前期趋势的记忆非常显著。

指数寻顶之路仍在继续，中长期上涨趋势还未改变。

资料来源：Wind 数据，华泰联合证券研究所

附录 1: 指标解释

宏观领先指数: 根据国民经济活动的 5 大类, 8 个指标合成, 该指数能够提前 6 个月左右预示经济的拐点, 且与经济运行总体保持一致。

风格轮动指数: 我们通过前期研究找到了影响风格收益差变动的 8 个因素, 用这些因素来观测大盘指数和小盘指数风格轮动, 构建风格轮动指数的意义在于观测投资风格的变动趋势, 而不是预测风格收益差。

风险偏好指数: 是一种衡量市场投资者情绪的指标, 该指数由四个分项指标构成, 包括: 封闭式基金折价率; 换手率周期性板块相对于防御性板块的表现; 长短期债券利差水平。

货币流动性变化对资产价格变动具有显著影响, 流动性环境指数的编制对于判断未来资产价格具有重要作用。流动性环境指数考虑了货币供给, 信用环境, 过剩流动性以及流动性成本四个方向的内容综合编制而成。

动荡指数: 是采用多元距离的方法来观测市场风险状态的一个指标, 动荡指数是衡量市场内部结构变化和收益率的异常状态, 动荡指数抬升到一个极端位置, 一般预示着市场可能出现较大的波动, 也是市场的压力时期。根据实证研究, 动荡指数在低位更适合投资于股票等高风险资产。

GARP: GARP(Growth at a Reasonable Price)是一个混合型股票投资策略, 目标是寻找某种程度上被市场低估的股票 (或者行业), 同时又有较强的持续稳定增长的潜力。实际上, GARP 主要寻找价值与成长之间的一个平衡。

盈利预测动量: 行业盈利预测动量反映了分析师对未来行业盈利预测调整速度, 并不代表盈利的绝对调整幅度。具体的具体算法为: 一周变动与一月变动均值减去三个月变动。动量值大于 0, 表示分析师对该行业的盈利上调速度在加快, 如果小于 0, 则说明上调幅度在放缓。

综合投资评价指数(CVI):

摩根斯坦利曾经编制了以综合投资价值指数 CVI 的指数, 作为衡量股票市场与债券市场、通货膨胀之间的指标, 并运用 CVI 指导股票仓位配置。如果 CVI 指数上扬说明股价高估, 建议卖出, 如果 CVI 指数走低, 说明股票资产低估, 建议买入。中国市场的实证检验表明基于盈利预期的 CVI 指数在市场可以获得较好的超额收益。对仓位配置有指导意义。

附录 2: 相关研究报告

相关指数的技术细节请参见下列报告:

行业盈利预测动量: 专题报告 090902: 行业盈利预测变动与行业配置

宏观经济领先指数 (ULI): 宏观策略 090519: 宏观经济领先指数

风格轮动指数 (USRI): 策略研究 090601: 风格转换的终极研究

风险偏好指数 (URPI): 策略报告 090520: 市场风险偏好指数与动荡指数

动荡指数 (UTI): 金融工程 080920: 金融市场动荡指数研究: 利用动荡指数衡量投资风险

综合投资评价指数 (CVI): 策略报告 100331: 综合投资评价指数 CVI 与资产配置

流动性环境指数: 策略报告 100222: 流动性环境指数的构建于应用

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn