

2011 年 6 月市场择时：先上涨后震荡，预计月内市场重心上升到 2900 点

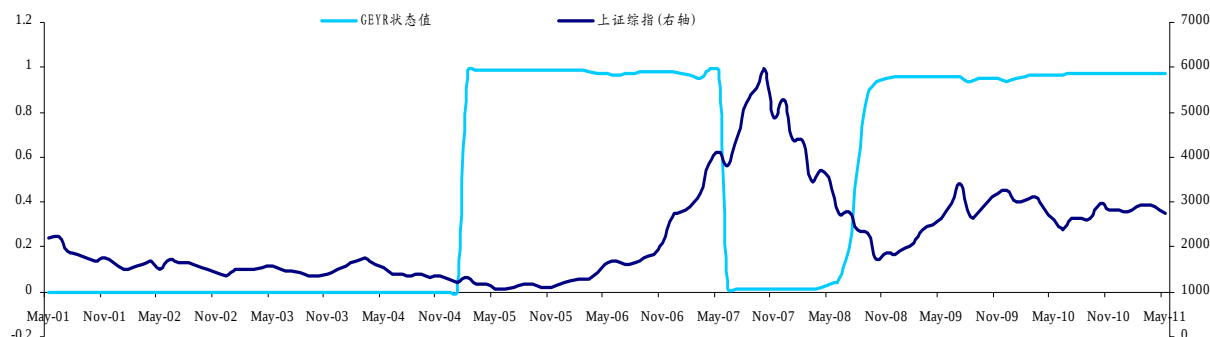
金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850210070001
dinglm@htsec.com
021-23219068

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 5 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——6 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 4 月份的广义货币余额环比增速和截至 2011 年 5 月份的市场收益率数据，继续对 2011 年 6 月份市场走势作出判断，结果显示，2011 年 6 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	2011.4	2011.5	2011.6		
模型预测结果	上涨	下跌	下跌	下跌	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	震荡下行，低点等待靴子落地	筑底启稳后期待新高	反弹后震荡		
M2 数据公告后修正				短期盘整		继续震荡攀升				
市场实际趋势	下跌	下跌	下跌	上涨	上涨	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 1.54%，即同比上涨 15.93%。

表 2 M2 增速敏感性分析

4 月 M2 同比增速假设 (%)	13	14	15	15.93	16	17
转换为 M2 环比增速假设 (%)	-1.02	-0.15	0.73	1.54	1.60	2.48
对应市场预期结果	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌

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，并在观点发生变化情况下出具修正报告。

三、观点汇总—先上涨后震荡，预计月内市场重心上升到 2900 点，中期继续看多

回顾 5 月市场表现，市场在月初的反弹迅速受到卖方力量打压，出现快速下跌，上证综合指数日收盘价在 2840 点附近启稳，低点基本达到 2800-2830 点区间，同我们月初的判断完全吻合。但 5 月 23 日市场在多重利空下出现下跌，旱灾、国际版、PMI、CPI、外汇占款、欧债危机等众多市场预期都成为大盘下跌的理由，并令市场在 23 日长阴后继续维持了一

周弱势。我们依旧坚持之前 4 月和 5 月月报中对市场的定位判断，市场 2800 为前期参考估值底线，4 月中旬至 5 月中旬的市场下跌我们依旧认定为自 1 月初以来一波上涨行情中的技术调整，但 5 月下旬的市场再次破位下跌的确超出我们的预期，同我们原先月报中给出的“5 月下旬市场重心逐渐上移”的观点相悖。我们认为这是由于市场短期情绪因素导致，而欧债危机的确影响了市场对中国下半年经济增速的担忧。但是考虑到我们对 2800 点的市场点位判断主要基于估值底考虑，因此再次破位下跌也不能构成观点上的反转，我们对市场的走势并不悲观。如若考虑 5 月初给定的低点在中旬和 2800-2830 点的预测点位，假设实际建仓在月中，并以 2815 点作为平均介入位置，则累计到月末总计下跌 $2743/2815-1=-2.6\%$ ，市场 5 月实际下跌-5.77%，择时策略超额收益 3.17%。从行业角度，上月建议关注的银行和地产板块中，银行继续维持强势，但地产板块受到 CPI 新高预期和加息传闻下，继续走低，全月行业建议组合收益-5.94%，略微跑输市场基准-0.2%。

进入到 6 月市场，我们延续 5 月观点，市场重心有上移态势，预计上半月市场上行，后在 2900 点附近短期盘整，中线继续维持乐观，建议继续关注银行、地产板块。

定量角度，从前 GEYR 和 SWARCH 模型定量观点分析，市场仍然处在估值低位，而短期较为平淡的市场表现也令流动性因素对市场的刺激作用不大。而近期研究的市场拐点模型则再次显示市场量价背离，在 5 月 30 日市场再次创出阶段低点前提下，我们跟踪的市场热度指标则显示 5 月 9 日-5 月 30 日区间中继续有资金主动流入迹象，技术背离形态再次确认，时点在 5 月 31 日收盘价，该结论也指示未来 5-10 个交易日市场可能将出现向上走势，幅度 100 点左右。

定性角度，市场已经处于历史估值极限低位，已经不存在大幅下跌可能性。我们倾向于认为，众多利空因素通过影响上市公司基本面来影响投资者对市场股价的预期，但其已在市场估值中充分反映，未来任何一个利空的落空或其他利好都可通过缓解基本面压力而促成 6 月的上涨行情。我们认为，5 月末的全国范围电价上调已经部分反应了政府对通胀和经济增速间的权衡倾向，可以逐步缓解市场对“电荒”的担忧；另一方面，在 5 月地产销量数据开始逐渐抬头的趋势下，我们依旧维持看好二三线地产市场 5-7 月销量大幅回升的预期，从而对地产板块二季报或有提升作用，可能成为推升地产并间接拉动银行板块的触发因素。在不认可大经济周期到来的背景下，我们建议继续关注受到国内政策导向影响最大的银行和地产板块，继续维持该行业的推荐评级。中期看继续维持上证综合指数三季度到达 3070 点以上新高的判断。

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。