

牛市启动在预期最差时刻

金融工程

◆我们的结论

市场到这个位置，目前，看多后市的观点并不鲜见，甚至较为一致。但更多纠结于估值等老生常谈，而且对上涨空间的判断也较为谨慎。

我们通过过去一年来不断建设与完善的互联网情报分析体系，产出了一系列反映投资者情绪与预期的量化指标，这些指标明确的表明：**现在是投资者情绪最悲观，对未来宏观经济预期最差的时刻，也是买入的黄金机会。**

基于这一逻辑，那么我们对后市的观点就不能仅限于见底反弹，更大的可能性是：现在，就是**新一轮牛市的起点。**

◆买入，在情绪最低、预期最差时刻

目前，多数宏观经济学家都不会否认我们已经身处本轮经济周期末端的事实，新一轮经济周期将在预期中的经济增长减速后展开。

对于资本市场而言，黄金的投资机会不是在经济最差的时刻，而是在预期最差的时刻提前到来。在情绪最低、预期最差时刻买入，是最简单实用的投资法则。

◆情绪大底已现

根据我们新编制的反映投资者对市场看多看空情绪的光大多空指标，情绪在创下 08 年 6 月至今的最低点后明显回升。从过去三年的经验来看，一个月之内市场**至少见到中期的底部**，而更大的概率是：**这一底部的级别会更高，与 08 年的市场底部级别一致。**

◆通胀担忧见顶

对于过去一年来一直影响市场的对通胀的忧虑，我们编制了“通胀担忧”指标，该指标同样创出了历史新高，目前回落态势明显，**通胀担忧已经见顶。**市场的忧虑已由通胀过渡到增长。

◆增长忧虑上行已无空间

对于市场弥漫的对未来经济增长的忧虑，我们编制了“增长忧虑”指标，该指标尚未见顶，但是已经非常接近 08 年的最高点，在预期中的经济形势远好于 08 年的背景下，**增长忧虑继续上行已无空间，即将见顶成为大概率事件，我们身处预期最差的时刻也是大概率事件。**

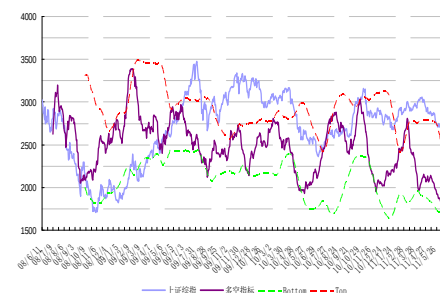
分析师

刘道明 (执业证书编号：S0930510120008)

021-22169109

liudm@ebsecn.com

光大 ERX 指标



相关研报

互联网数据挖掘系统，行为金融新领域
..... 2010-09-

买入，在情绪最低、预期最差时刻

1、我们已经在本轮经济周期的末端

一轮完整的经济周期包括复苏、繁荣、衰退、萧条，而本轮经济周期自去年二季度 GDP 环比下降以来，经历了通胀高企、连续加息和提高存款准备金，GDP 环比逐渐下降的过程，虽 CPI 尚未最后见顶，紧缩政策也未结束，但是我们身处本轮经济周期的末端，新一轮经济周期即将启动的论断已经成为了市场的共识。

2、市场不会等待“最差时刻”

对于股票市场而言，为数不少的投资者在等待所谓的“最差时刻”：所有的利空都将出尽，所有的消息都是好消息。然而，每轮牛熊市中的现实都在告诉我们，所谓的“最差时刻”到来时，黄金买入机会早已错失。市场的博弈性质早将投资的时点从“最差时刻”提前到“预期最差时刻”，也将拐点锁定到投资者情绪最为低落，空头最为猖狂的时刻。

在一个给予不确定性足够溢价的市场中，买入良机从来都是在预期最差、情绪最低时刻，牛市将从这里起步。

情绪低点正在走过，预期最差时刻已经到来

1、情绪大底：我们正在走过

关于情绪，有很多可以借鉴的指标，多数都从交易数据或者与交易相关的数据中加工获得，但是问题在于交易都是已经发生的买卖行为，代表着投资者在那一刻的情感，理论和实践中，大多指标都只能同步甚至落后于市场，难以作为较好的参考。

我们认为，最好的数据是直接来自投资者而非股评家的观点，特别是非公开媒体场合发表的观点。当样本足够大时，可以较好的解决言行不一（言行不一的观点一般会有固定的比例，而且总体上看多做空、看空做多的比例也相对固定）、被少数人利用等等不足。

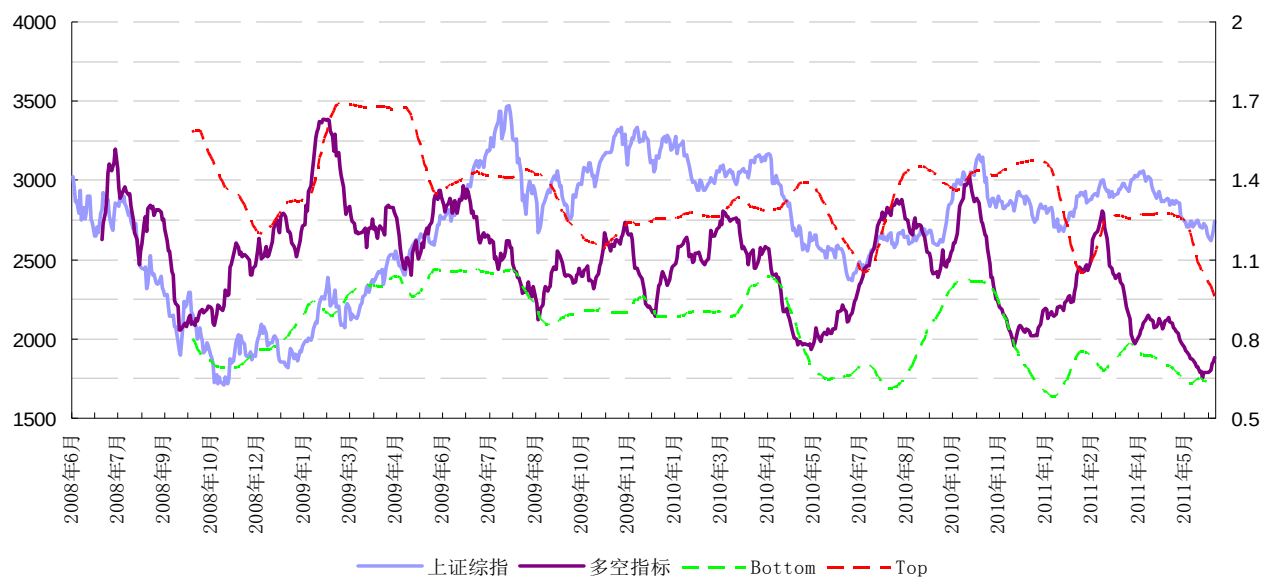
我们通过互联网数据采集与中文文本挖掘技术，搜集了不同投资者（普通、机构）的观点，并加以加工，经过比对后，普通投资者的数据因为样本量大、更多在自媒体等非公开媒体发表、更能准确代表自身情绪等特点，效果明显优于其它投资群体的类似情绪数据。

我们在此数据的基础上，开发了光大证券普通投资者多空指标（ERX 普通投资者指标）。原理是采集过去若干年有代表性的股票论坛、微博等互联网自媒体中用户对于市场的评论和观点，通过中文情感识别程序给这些评论进行打分（正分为乐观情绪，情绪越乐观分数越高，负分为悲观情绪，越悲观分数越低），将每个交易日的正面情绪总分处以负面情绪总分，并加以平滑后，成为反映普通投资者看多看空比例的情绪指标（编制细节参照附录）。

从中期看，该指标每次下降到过去 60 个交易日两倍标准差下限并显著回升后，市场都会迎来重要的阶段性底部（一般在一个月以内），2008 年的 1664，09 年 9 月的 2639，10 年 7 月的 2319，今年 1 月的 2661，无不如此。目前，指标已经自下限显著回升，表明中期底部将确立。

从长期看，由于我们的样本只能回溯到 08 年 6 月份，更早的数据无法获得，但是，即使将目前的情况跟 08 年相比较，目前达到的最低点在 0.65 左右，远低于 08 年最低的 0.85 左右。这意味着，情绪在此位置的成功见底，不仅意味着阶段性底部的确立，更可能意味着更大级别行情的底部确立，这种级别至少跟 08 年的 1664 是相同的，新一轮的牛市或许就此开启。

图表 1：光大证券多空指标——普通投资者多空指标历史大底已现



数据来源：光大证券研究所互联网情报分析系统

2、通胀担忧预期：历史性高点已经过去

情绪探底回升成为底部确立的信号，即使我们从情绪指标上看这一底部的级别可能与 08 年相同，但以此作为买入的理由似乎还不充分，更好的买入时机应当在预期最差的时刻，只有这个时候，未来惊喜的空间才足够大，市场的弹性也才足够大，也才更适合所有资金的操作。

回看每一轮牛熊市，市场在高点时开始忧虑经济过热，忧虑政策的转向，当政策转紧成为进行时刻，通胀的预期却总会因惯性和其它不可预见因素反反复复，而当通胀预期逐渐明朗，市场则开始忧虑经济增长，然后当忧虑成为现实或者大概率将成为现实时，却恰是政策再次转向。

我们可以用无数种方式证明现在的市场跟以前不同，经济波动与市场情绪波动的自身规律却一次又一次的告诉我们：现在跟历史没有什么不同。

那么，现在，我们究竟处在什么时刻呢？

虽然通胀还在高企，但是我们的直观感受是更多的投资者在担忧经济衰退。问题是，市场上从没有出现过一种方法告诉我们，究竟是更担忧通胀还是更担忧增长，也没有方法告诉我们究竟对通胀有多担忧，对增长有多忧虑。这使得我们都认可前述的投资逻辑，却缺乏可操作性的标准。

解决这个问题并不复杂，投资者对宏观经济的观点来源于哪里？少数的是自身判断，更多的来自于研究机构的宏观经济学家。那么，我们对宏观经济学家的观点进行统计，就能知道这些经济学家的整体预期，从而表明市场的整体预期。我们借助于中文文本挖掘技术，对过去几年来所有的宏观研究报告进行分析，提取报告中对于未来通胀和增长的预期，分别加以研究，并编制出“通胀担忧指数”与“增长忧虑指数”，以此量化的表示市场预期（编制原理我们将在附录中加以描述）。

首先，是“通胀担忧指数”。

从图看，该指标略滞后于 CPI，但领先于 PPI，这或许是因为 PPI 对实体经济影响更大的原因。

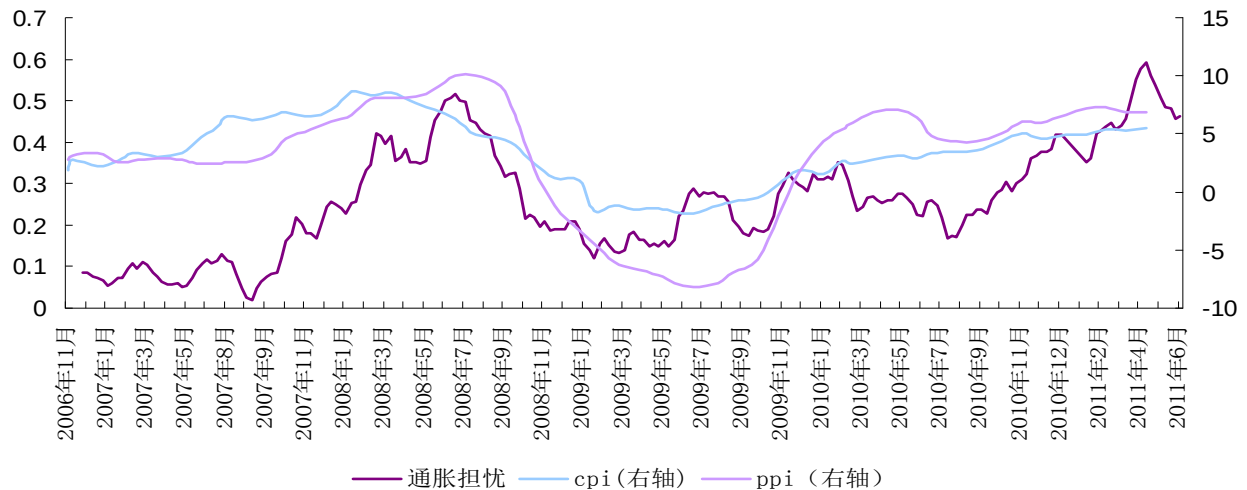
我们的结论是：今年五月初时，通胀担忧达到历史最高值，大约接近 0.6 的水平，略超 08 年高点，如今已经连续回落近两个月，历史性高点已过。

有人会质疑：难道回落后不会再创新高吗？

研究不是看图说话，而我们的答案也很明确：概率很小。

原因是：大样本下的集体情绪是一个趋势性很强的序列，如今担忧情绪已从高点回落 25% 以上，下降趋势已成，加上在紧缩政策逐渐发挥作用、总需求逐渐下降的背景下，通胀失控从而引起新的担忧的概率非常小，担忧的趋势性回落则将几乎成为确定性事件。

图表 2：光大通胀担忧指数已经见顶



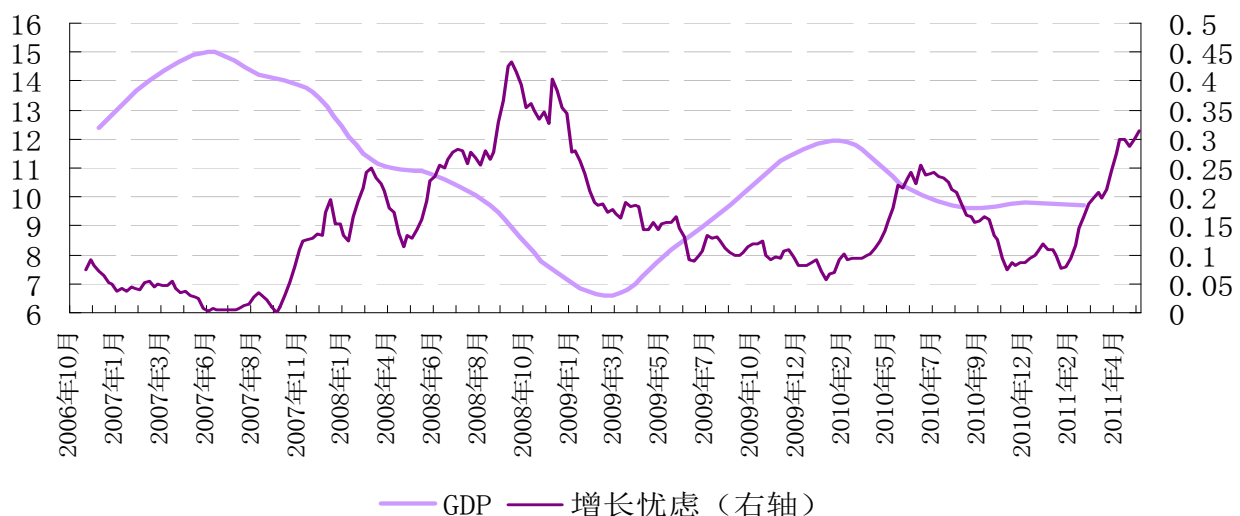
数据来源：光大证券研究所互联网情报分析系统

3、增长忧虑预期：我们徘徊在最差时刻

其次看“增长忧虑”。

很明显的是，它提前于 GDP：提前于 GDP 见底时担忧情绪见顶；提前于 GDP 见顶时担忧情绪见底。即使像去年年中短暂的政策放松经济回升都成功领先。目前情况是：担忧情绪依然在攀升，离 08 年的高点距离并不远，预期已很差。就图论图，我们无法认为担忧情绪已然见顶，但是市场上最悲观的宏观分析师都不会认为目前的增长前景会差于 08 年，留给担忧情绪继续攀升的空间已然很小，更大的可能性是我们正在预期最差时刻徘徊。

图表 3：增长忧虑接近 08 年，进一步上行空间很小



数据来源：光大证券研究所互联网情报分析系统

附录：指数编制方法

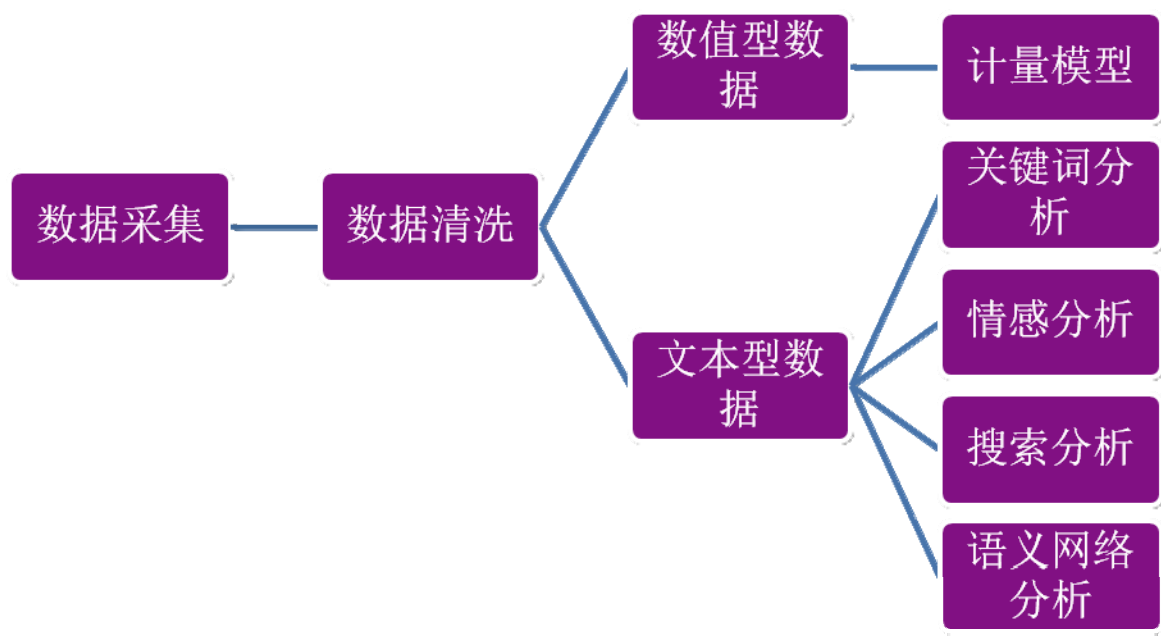
1、面向金融投资的互联网情报分析体系

本文中所有的工作都来源于我们过去一年来不断构建与完善的面向金融投资的互联网情报分析体系。这是一个基于互联网的集海量数据采集、文本与数据挖掘、指向性情报分析于一体的，自动化与人工分析相结合的情报分析体系。宗旨在于通过采集网络上一切与金融投资相关的信息，进行信息加工与文本挖掘，从而提取出对金融投资具有实战指导意义的模型与结论。

目前，我们采集的数据包括财经类新闻、股票论坛、微博、交易所公告信息、研究报告，等等。

同时，经过近一年的不断构建与完善，我们也形成了一套较为完整的数据处理流程和分析体系。

图表 4：互联网情报分析体系



数据来源：光大证券研究所互联网情报分析系统

2、光大多空指标编制方法

首先是数据源，我们通过网络抓取技术采集了自 08 年 6 月至今的超过 20 万条普通投资者对于市场评论的文本数据，数据来源于股票论坛和微博。

其次，我们对数据进行必要的清洗，去掉一些无实质意义的信息后，对每一条评论进行情感的打分。这里我们借助了合作单位武汉大学 ROST 团队开发的中文情感识别模型与程序，该模型能够对每条评论进行情感判别并打分，情感判别分为两类：乐观与悲观，正的分值对应乐观情绪，分值越高情绪越乐观；负的分值对应悲观情绪，分值越低情绪越悲观。目前，该模型对情感判别的成功率约为 80%，正面负面成功率接近（即会有 80% 实际反映乐观的评论会被正确判别成乐观，而 20% 会被错误的判别成悲观，对于实际悲观的评论，同样）。

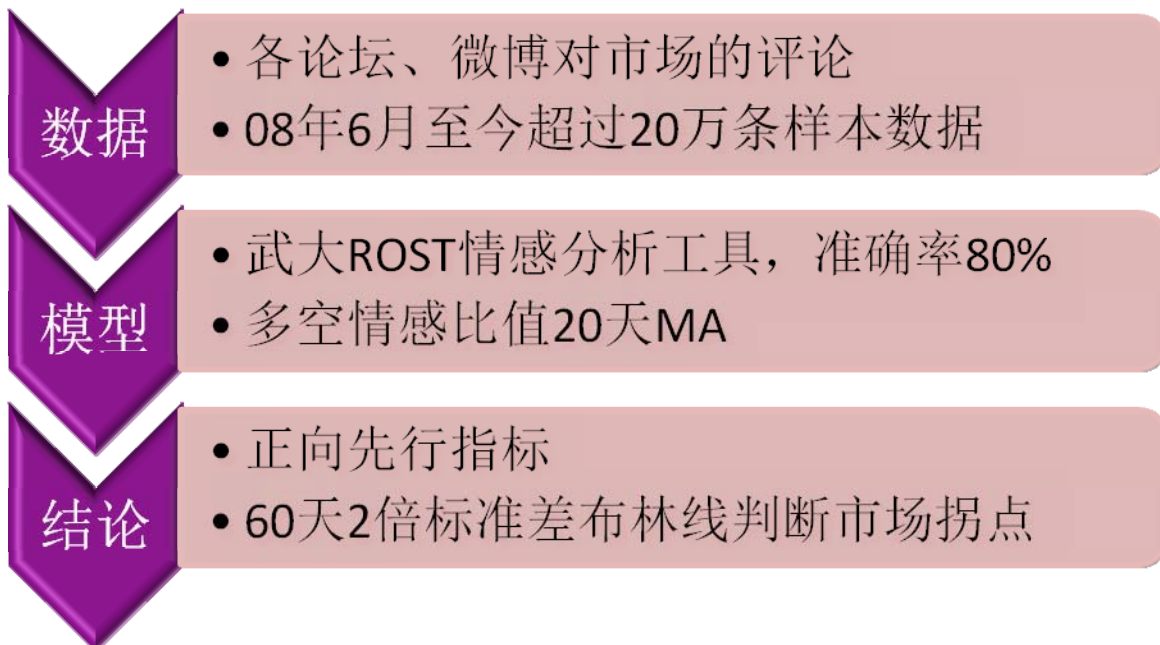
在得到每一条评论的情感分值后，我们按交易日将所有的评论分类汇总，将所有乐观评论和悲观评论的分值分别加总，得到每一个交易日的乐观总分（定义为看多值）和悲观总分（定义为看空值），考虑到随着网络的快速发展，每个交易日的平均评论数量是一个随着时间不断增长的序列，为消除这种时间增长趋势，我们将看多值除以看空值，并计算绝对值，作为每日多空比例。

同时，每日多空比例是一个变化较大的序列，需要做一定程度的平滑，经过优

化后，我们将 20 个交易日的移动平均值作为最后的多空指标，基本反映过去一个月的情绪。

实际应用中，我们将过去 60 个交易日两倍标准差的布林线作为上下限，当多空指标触及上限并向下拐头，作为情绪过度乐观回落的标志，市场将见到阶段顶部，反之，则见阶段底部。

图表 5：光大多空指标（ERX）编制方法



数据来源：光大证券研究所互联网情报分析系统

3、通胀担忧与增长忧虑指标编制方法

数据源方面，我们将过去几年来各研究机构关于宏观方面的研究报告作为样本，数量在 5 万条以上，将研究报告的标题、摘要与内容均存入文本数据库中。通过关键词搜索提取与通胀或者经济增长相关的报告，并利用情感识别程序对这些报告中对相关主题的论述进行乐观与悲观的情感判断，将情绪悲观的报告定义为通胀担忧或者增长忧虑。

按周统计被定义为通胀担忧或者增长忧虑的报告的数量，并计算占当周所有宏观研究报告数量的比例，按 4 周做移动平均，得到相应的指数。

通过这种方式，我们可以对市场长期关心的因素编制相应指标，以反映投资者对该因素的预期及关注程度。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘道明，南京邮电学院信息工程学士、上海财经大学数量经济硕士，2009年至今在光大研究所从事金融工程研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com