

海通量化 10 月市场择时：警惕止损盘涌出， 建议回避市场

金融工程分析师：丁鲁明
SAC 执业证书编号：S0850511010033
dinglm@htsec.com
021-23219068

一、警惕止损盘涌出，建议回避市场

简单回顾 9 月市场，A 股在资金面进一步收紧和依旧高企的 CPI 物价指标背景下，再次出现大幅下跌走势。拐点模型监测到的流入资金并未扭转市场弱势环境。从国际资本市场对比分析，A 股当月下跌基本可以用独立行情来形容，在德国、法国、美国主要股票市场指数 9 月盘整的过程中，A 股基本维持了跟跌不跟涨的特性，仅有的两次脉冲式单日上涨 3% 的行情，虽然都被短期拐点模型监测得到，但并未改变市场原有下行趋势。在高利贷市场崩溃的市场担忧中，债券市场同时出现大幅度下跌，而伴随着二季报披露完毕，卖方分析师对于三季度上市公司的预期也出现了逐级下调的态势，悲观情绪一目了然，传统的“估值底”观点令前期介入的投资者面临账面亏损。海通拐点模型在 9 月中发出了多个信号，包括 9 月 9 日的卖出、9 月 20 日的买入和 9 月 27 日的买入，虽成功规避了 9 月中旬的一轮小幅下跌，但并未改变策略 9 月整体亏损的事实。由于 9 月整体看多，因此择时策略当月整体下跌-4%，超额收益 4%（来自于 9 月 9 日市场热度新低后做空，并持续至 9 月 20 日新的买入信号后转为看多）。行业配置方面，银行再次成为抵抗市场下跌的防御板块，并一度超越食品饮料成为今年跌幅最小行业，单月跌幅-5%；房地产行业在房价未如预期下跌情况下，9、10 月销售数据下行实属无奈，料想开发商的冬天将真正来临，当月房地产行业指数大幅下跌-14%。因此上月建议配置的银行和地产行业指数平均跌幅-9.75%，同上证综合指数对比超额收益-1.64%。

展望 10 月，首先关注定量结果：海通 GEYR 股债配置策略结果显示，当前股市估值吸引力仍大幅强于债券市场，建议长期配置继续偏向股票市场；海通 SWARCH 月度择时策略结果显示，由于预期 M2 指标增速继续处在低位（15% 以下），因此建议继续看跌 A 股中短期走势；海通拐点模型最新结果显示，原有买入策略跟随的市场前期介入资金，已经面临短期账面亏损，在并未监测到更多资金介入的情况下，亏损幅度已经达到 3% 以上，并接近 5% 止损线，按照原先设定的止损策略¹，于 9 月 30 日收盘后发出止损信号，并对市场的观点转为看空。

从定性角度分析：我们在 8 月后举办的量化投资三地路演中，反复和投资者强调了对四季度经济数据的悲观预期，海通行业基本面预测体系显示的电力、钢铁、煤炭、水泥四大周期行业的产量数据都揭示三季度经济继续下行、四季度加速下行的判断，暗示年内经济并无拐点。市场方面，前期被拐点模型监测到的介入资金，我们判断更多是基于“估值底”判断而左侧介入，CPI 在四季度的预期下行也令市场对货币政策放松抱有预期，令市场处在朦胧的反弹预期之中。但残酷的 9 月单边下跌走势显示市场做空动能充足，而多头却在两次月内尝试反弹后缺乏持续性。

站在 9 月末节点上，我们将当前市场所处的极弱的历史走势、紧缩货币政策环境、分析师对三四季度经济下行的悲观情绪、海外经济的不确定性、及拐点模型监测到的场内资金行为方式上多头的反复挫败的情况，同 2008 年 7 月后市场进行对比，发现惊人的相似。因此我们认为投资者需要警惕前期介入资金的多翻空情况的情况出现，即类似 2008 年下半年的多杀多行情。目前我们对市场较为悲观，卖出压力有可能来自于前期介入的多头资金，建议投资者谨慎操作。

行业配置方面，本月无推荐行业。参考 2008 年走势，建议投资者警惕防御类板块补跌风险。

¹ 市场走势可能出现突发性变化，我们将继续跟踪拐点模型的最新短期信号，建议投资者积极关注下一个信号点的发布时期。

表 1 历史月报观点汇总（量化观点融合）

预测月份	月报观点	半月观点更新	策略当月走势/超额收益（上证）	行业配置建议	行业配置绝对收益/超额收益（wind 二级）
2010.11	冲高后回落，可参考 8 月走势；	无	-2% / 3.33%	无	
2010.12	月内 V 型走势，全月涨幅并不重要	无	-3.7% / -3.27%	无	
2011.01	上旬盘整，下旬攀升	无	-0.5% / 0.11%	无	
2011.02	预期流动性将出现放松信号，预计市场本月盘升	下半月市场小幅震荡，中期继续看涨	4.6% / 0.5%	无	
2011.03	预计全月震荡盘升，期待“两会”政策和年报带来的估值修复	无	0.79% / 0%	银行	5.27% / 4.48%
2011.04	市场震荡下行，银行震荡上行	无	0% / 0.57%	银行	2.39% / 2.96%
2011.05	先抑后扬，建议 2800 点附近买入，维持估值修复行情判断	无	-1.22% / 4.55%	银行、地产	-4.52% / 1.25%
2011.06	先上涨后震荡，预计月内市场重心上升到 2900 点	下半月继续看涨	0.68% / 0%	银行、地产	2.39% / 1.71%
2011.07	市场进入反弹周期，震荡上行	拐点模型 18 日提示市场快速调整 3% 以上	1.98% / 4.16%	银行、地产、水泥	-4.94% / -2.76%
2011.08	宽幅震荡中的底部区域，预计市场震荡上行	无	-4.97% / 0%	银行、地产	-2.23% / 2.74%
2011.09	市场将重拾升势	拐点模型 9.9-9.20 做空	-4.11% / 4%	银行、地产	-9.75% / -1.64%
2011.10	警惕止损盘涌出，建议回避市场		--	无	--
月报超额收益求和			13.95%		8.74%

资料来源：海通证券研究所

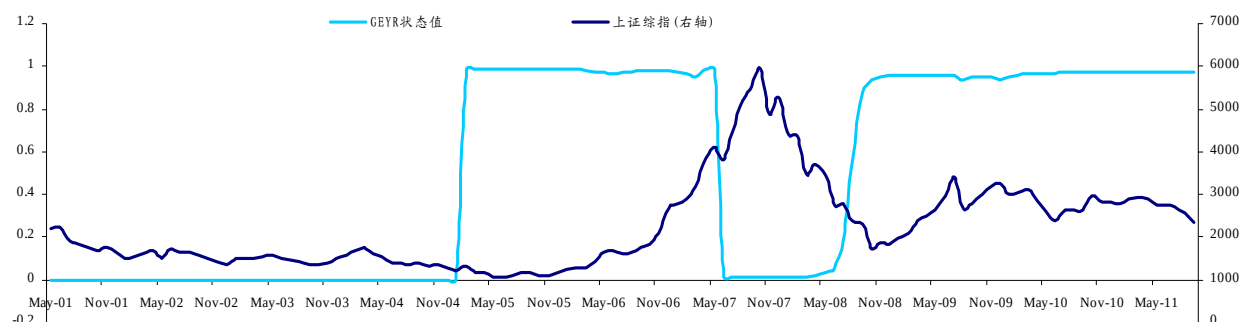
二、量化择时模型结果跟踪

1、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 9 月末的最新数据测算的 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

2、战术资产配置结果——10 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，最佳领先期为一期，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。我们利用截至报告期最新公布的 2011 年 8 月份的广义货币余额环比增速和截至 2011 年 9 月末的市场收益率数据，继续对 2011 年 10 月份市场走势作出判断，结果显示，2011 年 10 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撑。

表 2 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	2010.11	2010.12
模型预测结果	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌
市场实际趋势	上涨	下跌	下跌	下跌	上涨	上涨	上涨	上涨	下跌	下跌
	2011.01	2011.2	2011.3	2011.4	2011.5	2011.6	2011.7	2011.8	2011.9	2011.10
模型预测结果	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌
市场实际趋势	下跌	上涨	上涨	下跌	下跌	上涨	下跌	下跌	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 1.30%，即同比上涨 13.58%。

表 3 M2 增速敏感性分析

9 月 M2 同比增速假设 (%)	12.00	13.00	13.58	14.00	15.00	16.00
转换为 M2 环比增速假设 (%)	-0.12	0.78	1.30	1.67	2.56	3.45
对应市场预期结果	下跌	下跌	下跌	下跌	下跌	上涨

资料来源：海通证券研究所

3、短期市场技术分析之拐点模型——前期介入资金止损，反转看空

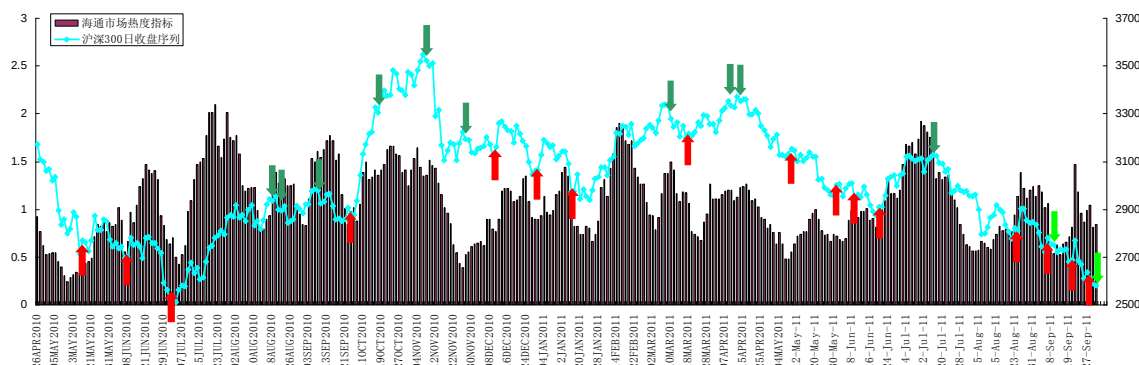
海通拐点模型是我们于 2011 年 1 季度研究构建的市场短期择时模型，主要用来判断市场 5-10 个交易日的短期拐点，历史数据显示，拐点模型发出的短期买入信号和卖出信号具备两大特征：

(1) 程序遍历的信号点发布后的 5-10 个交易日中市场原有运行趋势趋缓或直接短期反转。

(2) 程序遍历的 2010 年 1 月以来的市场重要中期拐点处，都有信号发布，如高点方面：2010 年 4 月、2010 年 11 月、**2011 年 4 月、2011 年 7 月**等，再如低点方面：2010 年 6 月、2010 年 9 月、**2011 年 1 月、2011 年 6 月**等。

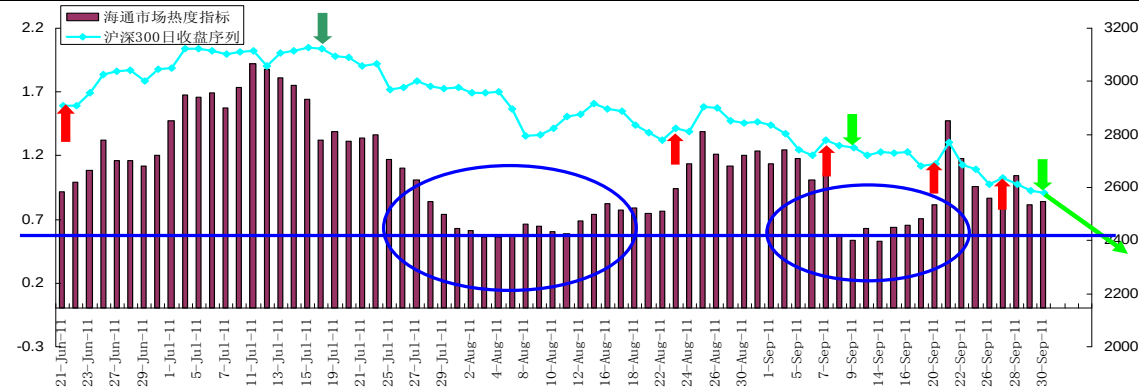
我们对于模型的跟踪更多放眼于对于市场中期拐点的把握。历史数据显示，每个拐点信号都能够对应市场短期趋势的渐变，而多次连续出现的背离信号则以多重背离的方式加强市场反转强度。

图 2 海通拐点模型短期信号点分布（2010.3.30-2011.9.30）



资料来源：海通证券研究所

图 3 海通拐点模型短期信号点近期分布（2011.6.21-2011.9.30）——止损



资料来源：海通证券研究所

通过构建模拟组合，假设在连续第二次出现买入/卖出信号后进行买入策略 100%仓位/卖空策略-100%仓位，通过历史信号点出现时点进行仓位变动，截至 8 月末拟合得到 2010 年以来累计策略收益 80%以上，同期沪深 300 指数涨幅-22%左右。

在 9 月 27 日发出买入信号后，市场再次出现下跌走弱行情，热度指标逐级回落，但更为重要的是当前沪深 300 收盘价格已经接近原先设定的 5%止损区间的 2555 点，由于我们在历史回测中设定的止损位置参考数值在 3%-5%左右，因此当前位置实际已经可以确认止损，故在图中给出止损卖出信号，日期为 9 月 30 日收盘。止损后拐点模型观点自动更换至最悲观状态，即三状态策略中的看空，建议投资者警惕先前进入资金的止损盘涌出。

交易提示—止损

市场上不存在永远的赚钱策略，因此拐点模型也不排除在市场极端环境下出现误判，因此我们对单个信号后实际累计市场表现设置 5%止损，即若看多市场则市场下跌 5%止损，若看空市场则市场上涨 5%止损。

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。