

国内外情绪现拐点，宏观环境风险降低



分析师

刘湘宁

SAC 执业证书编号: S1000206110084

liuxn@lhzq.com

联系人

吴彦霖

0755-8253 7854 wuyl@lhzq.com

关键指标提示:

风险偏好指数: 周期性行业相对防御性行业收益率的大幅下降导致风险偏好综合指数大幅下降至均线下方，投资者对风险追逐热情出现明显拐点进入悲观区域。

宏观领先指数: 8月宏观经济数据显示，大部分宏观指标分项都持续下行。领先指标持续快速回落，离开过热区域，说明未来宏观环境风险减小。同步指标工业增加值回落至正常区间。

风格轮动指数: 在8月数据显示小盘股往大盘股轮动的过程发生挫折。受周期股下跌影响大小盘收益差再度扩大。领先指标出现拐点，说明小盘股占优格局将持续。

动荡指数: 环球动荡指数走势趋于平稳，反映国际股票整体风险已经有所释放。结合美国十年期国债收益率可能将回落至2.5%，市场情绪对应达到拐点。建议适当增加国际资产的仓位配置。A股指标近期多次接近和突破高压线。市场短期内风险聚集，行业间分歧显著。建议维持前期提示的低仓位配置。

流动性环境指数: 8月份数据显示市场流动性符合预期大幅下降。流动性风险较之前大幅下降，基于预期数据，年内流动性会下降至均线下方。

其他指标: CVI显示股市的吸引力相对于债券和通胀较之前有所改善但仍然很小。建议维持前期提示的低仓位配置至CVI指标回落至-1附近；Hurst显示市场中期趋势将持续，市场仍在寻顶过程中。

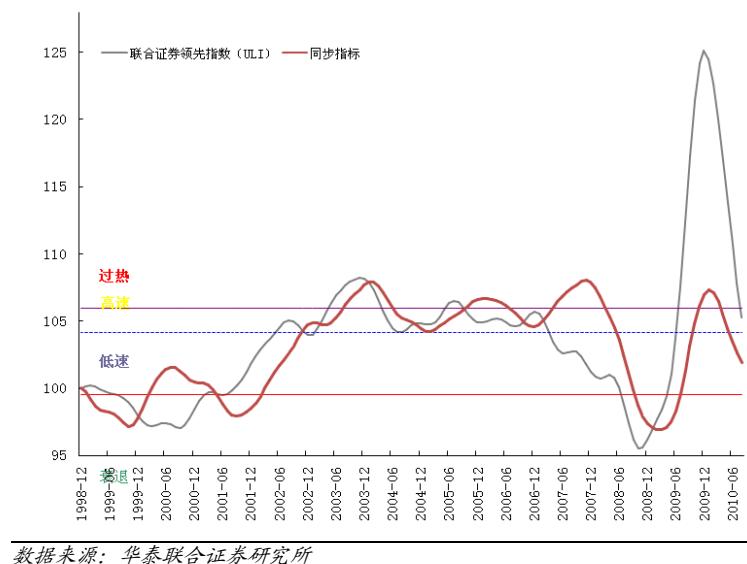
表1 指标综述

	指标	本周更新	当前	预期
宏观指标	领先	是	领先回落	风险减小
频度: 月	流动性环境	是	大幅回落	继续回落
	风格轮动	是	小盘	小盘
市场指标	风险偏好	是	悲观	悲观
频度: 周	行业价值与成长	是	成长	成长
	行业盈利动量	是	分化	分化
数量指标	环球动荡	是	平稳	上涨
	A股动荡	是	突破	调整
频度: 周	CVI	是	下降	调整
	HURST	是	平稳	震荡

数据来源：华泰联合证券研究所

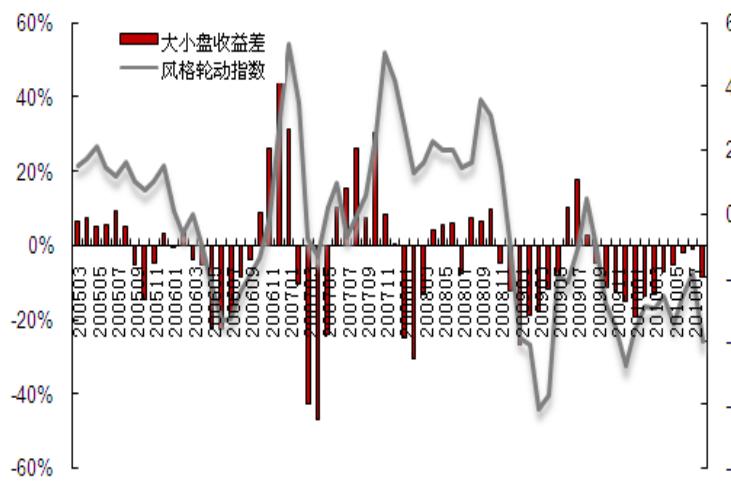
谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

图 1 ULI (领先指数) 与工业增加值同比增速 (同步指标)



8月宏观经济数据显示，大部分宏观指标分项都持续下行。领先指标持续快速回落，离开过热区域，说明未来宏观环境风险减小。同步指标工业增加值回落至正常区间，但基于领先指标的预测年内将继续回落甚至进入低速区域。

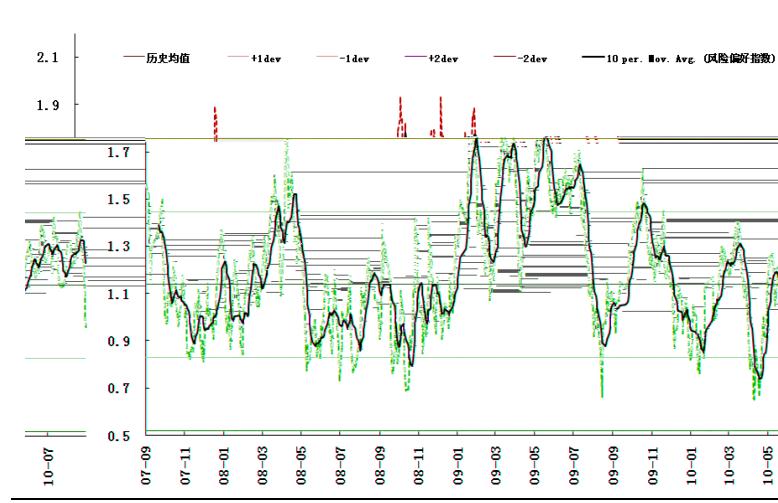
图 2 风格轮动指数与风格收益差



风格收益差始终服从均值回复的规律，通常3-6个月就会发生风格转换。在8月数据显示小盘股往大盘股轮动的过程发生挫折。受周期股下跌影响大小盘收益差再度扩大。领先指标出现拐点，说明小盘股占优格局将持续。

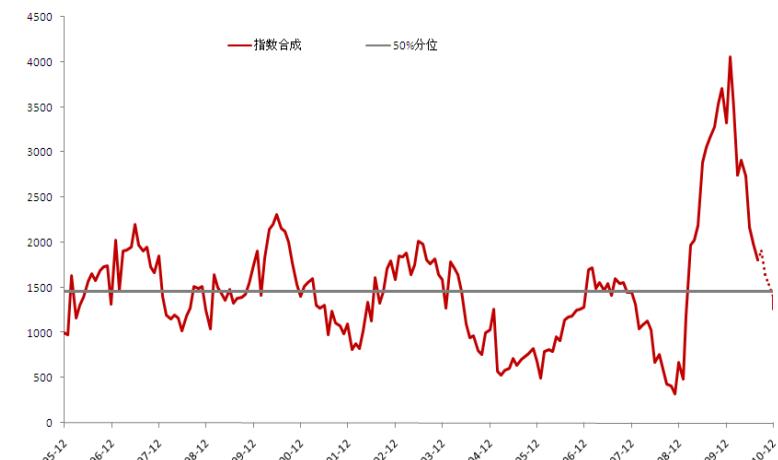
数据来源：华泰联合证券研究所

图 3 风险偏好指数走势



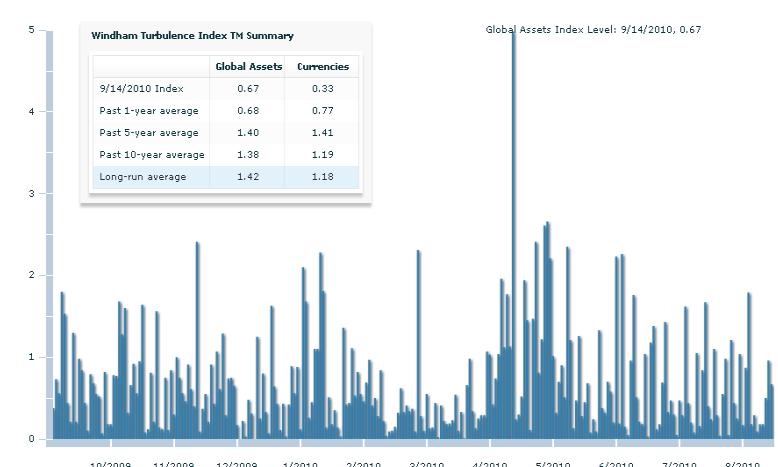
周期性行业相对防御性行业收益率的大幅下降导致风险偏好综合指数大幅下降至均线下方，10日移动平均也掉头下移。投资者对风险追逐热情出现明显拐点进入悲观区域。

数据来源：华泰联合证券研究所

图 4 流动性环境指数


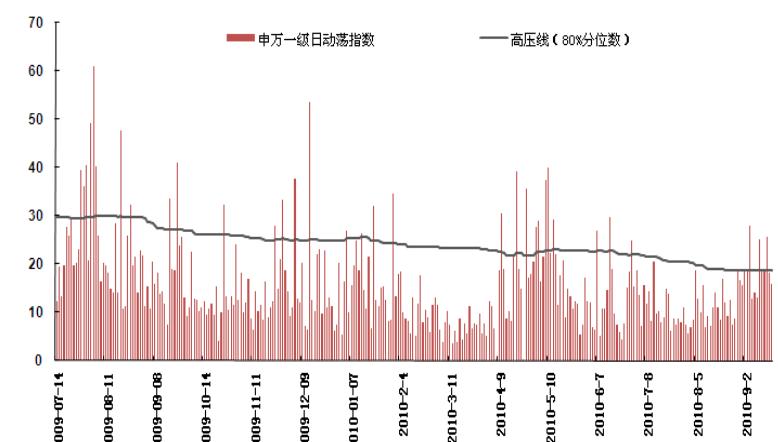
数据来源：华泰联合证券研究所

流动性环境指数根据货币供给、信用环境、过剩流动性以及流动性成本综合编制。8月份数据显示市场流动性符合预期大幅下降。流动性风险较之前大幅下降，基于预期数据（虚线），年内流动性会下降至均线下方。

图 5 环球动荡指数


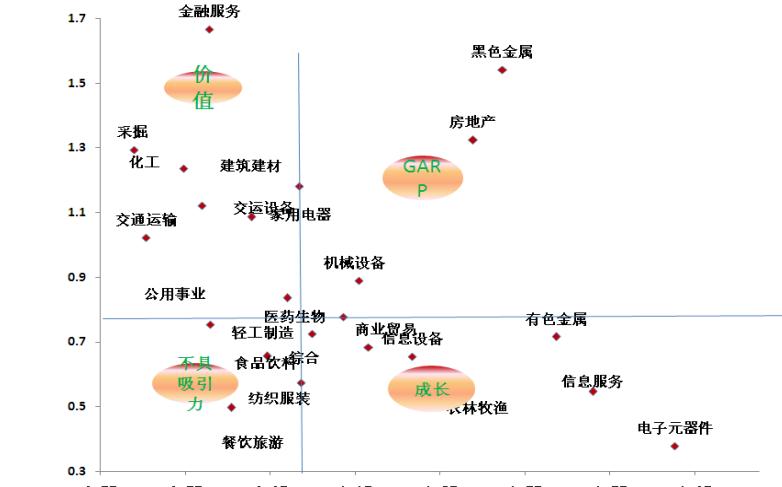
数据来源：Windham Asset Management

环球动荡指数根据多资产收益率编制，环球动荡指数走势趋于平稳，反映国际股票整体风险已经有所释放。结合美国十年期国债收益率可能将回落至2.5%，市场情绪对应达到拐点。建议适当增加国际资产的仓位配置。

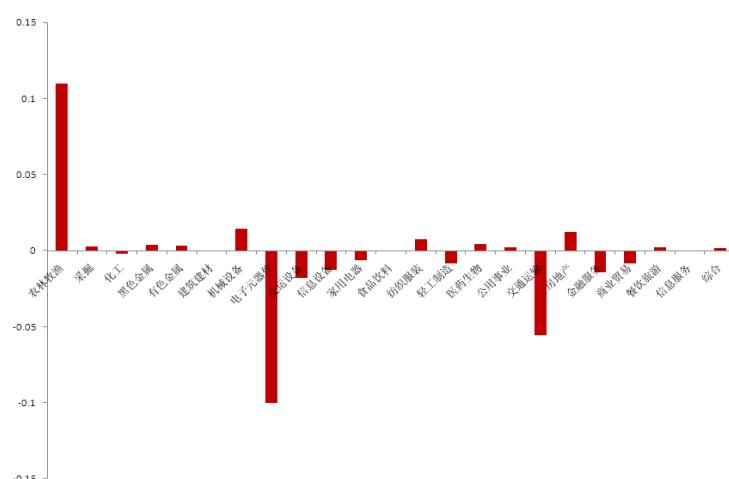
图 6 A股市场动荡指数


数据来源：华泰联合证券研究所

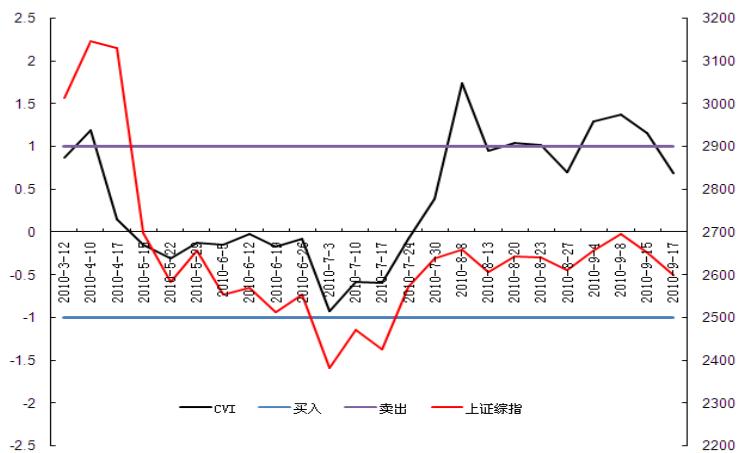
动荡指数反映A股市场的整体风险和压力状况。指标近期多次接近和突破高压线。市场短期内风险聚集，行业间分歧显著。建议维持前期提示的低仓位配置。

图 7 行业价值和成长的评估


数据来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 8 行业盈利预测动量


数据来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 9 CVI 指数


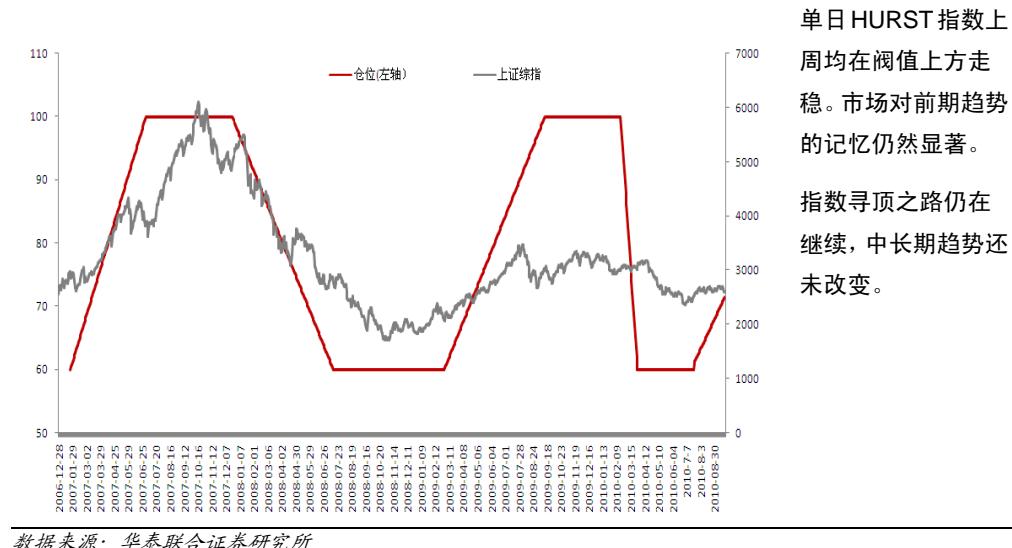
数据来源：华泰联合证券研究所

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-2.25%, -1.91%, -0.36% 和 -2.87%. 成长性行业表现相对突出, 防御性行业回落显著。

盈利预测动量值>0, 反映了分析师调升该行业的盈利预测加速。上周具有盈利预测动量的行业有农林牧渔, 采掘, 钢铁, 有色, 机械, 纺织服装, 生物医药, 公用事业, 地产和餐饮。具有动量的行业较为分散, 钢铁的动量优势消失, 市场热点持续分化。

在更新本周数据及调整月度宏观经济数据后, 当前的 CVI 指数绝对值回落至 1 以内, 但是仍在正值区间。说明股市的吸引力相对于债券和通胀较之前有所改善但仍然很小。建议维持前期提示的仓位配置至 CVI 指标回落至-1 附近。

图 10 HURST 簇指数



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。该指数处于均值上方往往意味着市场上涨，当风险偏好指数处于历史均值下方，往往市场处于下跌的趋势。

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。彼得林奇(Peter Lynch)就是最著名的 GARP 投资者。

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，而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，建议卖出。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

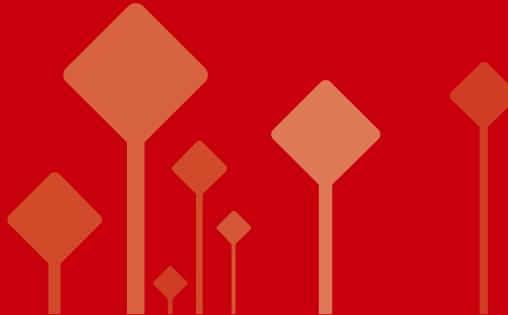
风格轮动指数 (USRI)：策略研究 090601：风格转换的终极研究

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与应用



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±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

免责申明

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資目标、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 2009 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@lhzq.com

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@lhzq.com