

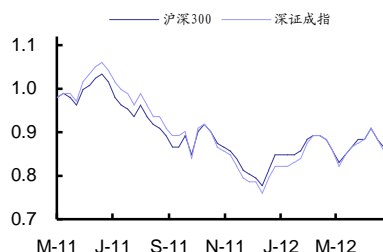
证券研究报告—动态报告

量化策略

国信投资时钟系列报告

2012年06月14日

一年沪深300与深圳成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	5,244/-2.86
创业板/月涨跌幅(%)	710/-3.17
AH 股价差指数	1,738
A 股总/流通市值 (万亿元)	27.26/18.03

相关研究报告:

《国信投资时钟系列报告之八: 探寻股市与经济的逻辑关系》——2012-05-03

《金融工程专题研究: 分红的理论、现状及投资价值》——2012-04-24

《金融工程专题研究: 国信投资时钟策略指数》——2012-03-19

《金融工程专题报告: 应用相对价格数据实施指数增强》——2012-03-16

《量化投资技术系列报告之五十三: 基于核密度估计的选股因子分布差异测度和中性策略》——2012-03-15

证券分析师: 林晓明

电话: 0755-82136165

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

金融工程专题报告

千瓣之莲, 独自盛开

●复苏像一朵千瓣的莲花, 自己开放着

- 2012年市场进入复苏周期:** 根据“国信投资时钟”经济周期循环图, 市场在2012年正式进入复苏周期, 当前我们依然维持自元旦以来的判断: 市场会复苏。
- 中长期重点配置汽车、房地产、煤炭、有色、券商:** 由于元旦以来, 我们判断市场会进入复苏周期, 因此中长期的行业配置, 我们重点推荐强周期集群: 汽车、房地产、煤炭、有色、券商。站在当前这个时点, 我们依然维持中长期的行业配置建议。
- 短周期热点循着行业关联图有序轮动:** 六月份市场热点应该会再度转向到强周期集群。根据行业关联图的历史轮动规律: 热点循着圈逐步在逆时针转动, 一月份的热点在强周期集群, 二月份热点在轻工业集群, 三月份热点在消费类集群, 四月份和五月份上旬热点在中周期集群, 五月份下旬热点再度转向强周期集群。

●2012年前五个月市场回顾

- 主要指数均大幅上涨:** 年初以来, 主要股指均上涨, 深成指最高, 其次是中小板指, 再次是上证综指, 创业板指垫底。
- 强周期股和消费股强弱分明:** 涨幅最高五个行业是有色金属、房地产、家用电器、建筑建材、食品饮料; 最低的五个行业是信息服务、农林牧渔、信息设备、医药生物、公用事业。
- 股票大面积上涨:** 上涨下跌比例为 74%: 26%, 平均涨幅 13.39%。

●市场运行特征分析

- 未来一季度市场系统性风险可控:** 国信系统性风险指标提示市场仍旧处于安全状态, 未来一季度市场系统性风险可控。过去市场六次大幅下跌之前, 国信系统性风险指标均能够有效及时的发出预警信号, 即指标值提前市场 2 个月左右大幅下跌。
- 市场整体估值水平处于三年来的低位:** 采掘、金融服务、食品饮料、商业贸易、交运设备、黑色金属、医药生物、信息服务、有色金属、纺织服装、餐饮旅游、房地产 13 个行业估值水平接近区域估值水平波动下限。
- 基金一季度行业配置:** 2012 年一季度, 主动型基金重仓的五大行业分别是 (机械、设备、仪表)、(金融、保险业)、(食品、饮料)、(医药、生物制品)、房地产业, 配置比例分别是 14.98%、14.08%、12.62%、7.93%、7.58%。

●国信投资时钟简要介绍

- 融合技术分析与基本面分析的分析体系 (基于符号&结构的串联):** 国信投资时钟分析体系试图融合技术分析和基本面分析各自优势, 构建一个介于技术分析和基本面分析体系之间的新体系。基本思想是: 基于基本面分析构建逻辑推理体系, 理解行业在经济体系及股票市场的符号意义。然后根据行业指数的符号意义, 从结构的角度理解和推测基本面的变化趋势, 并且跟随这种趋势进行投资。
- 自上而下的研究系列:** 1) 宏观杜邦分析—抛开传统, 另辟蹊径; 2) 经济周期循环—经久论题, 崭新视角; 3) 行业关联图—相机抉择, 灵活配置。

内容目录

复苏像一朵千瓣的莲花，自己开放着	4
2012 年市场进入复苏周期	4
中长期重点配置汽车、房地产、煤炭、有色、券商	5
短周期热点循着行业关联圈有序轮动	6
2012 年前五个月市场回顾	7
主要指数均大幅上涨	7
强周期股和消费股强弱分明	7
股票大面积上涨	8
市场运行特征分析	9
未来一季度市场系统性风险可控	9
市场整体估值水平处于三年来的低位	9
股价结构分化严重，周期股下跌，消费股上涨	10
基金一季度行业配置	11
国信投资时钟简要介绍	12
融合技术分析与基本面分析的分析体系（基于符号&结构的串联）	12
股票市场与宏观经济指标关系	15
分析框架：自上而下的量化行业配置框架	16
投资时钟系列深度报告	19
国信投资时钟定期报告回顾	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 国信经济周期循环图	4
图 2: 国信经济周期指数成分指数涨跌幅（2011-12-31—2012-05-31）	5
图 3: 国信行业集群走势图	5
图 4: 国信行业集群指数成分指数涨跌幅（2011-12-31—2012-05-31）	6
图 5: 国信行业关联图	6
图 6: 主要指数表现（2011-12-31—2012-05-31）	7
图 7: 主要指数成交金额（2011-12-31—2012-05-31）	7
图 8: 一级行业指数涨跌幅（2011-12-31—2012-05-31）	8
图 9: 股票涨跌统计（2011-12-31—2012-05-31）	8
图 10: 国信系统性风险指标	9
图 11: 行业估值水平分析（2009-06-01—2012-05-31）	10
图 12: 行业股价分析（2009-06-01—2012-05-31）	11
图 13: 主动型基金一季度行业配置	12
图 14: 基金超/低配行业对比分析	12
图 15: 主要分析流派分析	13
图 16: 股票价格决定逻辑及三种流派相对侧重点	13
图 17: 股票市场周期分析	14
图 18: 国信投资时钟逻辑体系	15
图 19: 国信投资时钟分析体系	16
图 20: 国信行业集群划分图	17
图 21: 国信经济周期循环图	18
图 22: 国信行业关联图	18
表 1: 行业估值水平分析（2009-06-01—2012-05-31）	10
表 2: 行业股价分析（2009-06-01—2012-05-31）	11
表 3: 基本面数据与市场数据对比分析	14
表 4: 股票市场和宏观经济指标相互整体解释力分析（前 12 个因子）	16

复苏像一朵千瓣的莲花，自己开放着

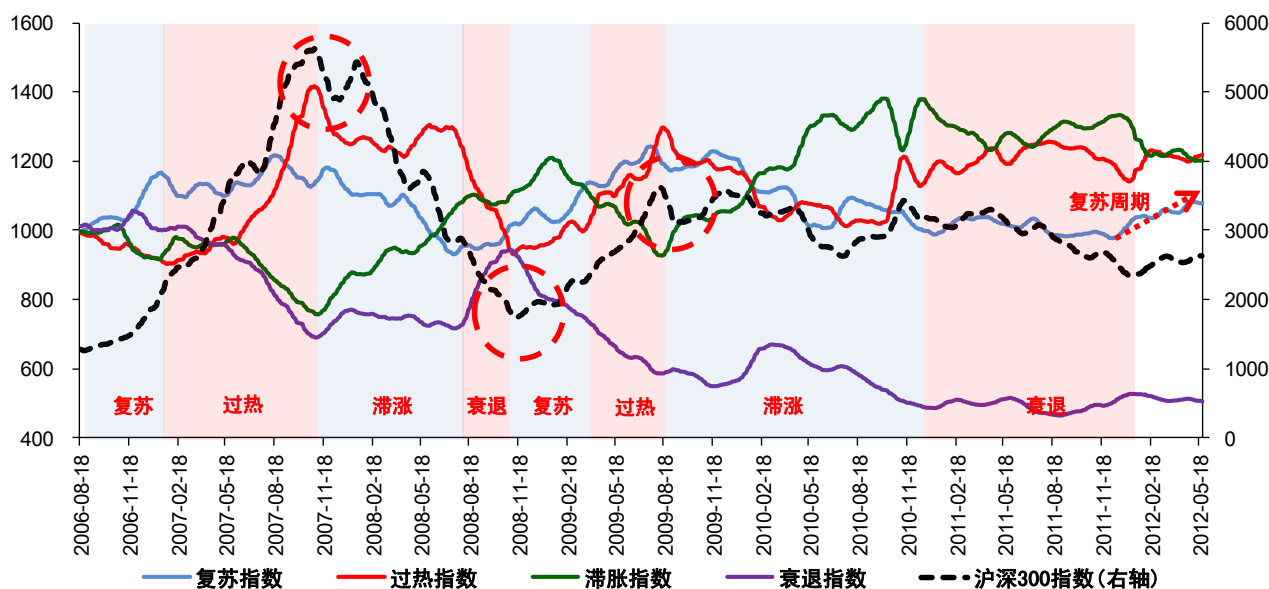
2012 年市场进入复苏周期

根据“国信投资时钟”经济周期循环图，市场在 2012 年正式进入复苏周期，当前我们依然维持自元旦以来的判断：市场会复苏。

根据国信经济周期模型，2006 第三季度至 2012 年第二季度的经济周期划分：

1. 复苏周期：2006 年第三季度至 2007 年第一季度。
2. 过热周期：2007 年第二季度至 2007 年第四季度。
3. 滞涨周期：2008 年第一季度至 2008 年第二季度。
4. 衰退周期：2008 年第三季度。
5. 复苏周期：2008 年第四季度至 2009 年第一季度。
6. 过热周期：2009 年第二季度。
7. 滞涨周期：2009 年第三季度至 2010 年第四季度。
8. 衰退周期：2011 年第一季度至 2011 年第四季度。
9. 复苏周期：2012 年第一季度至当前。

图 1：国信经济周期循环图



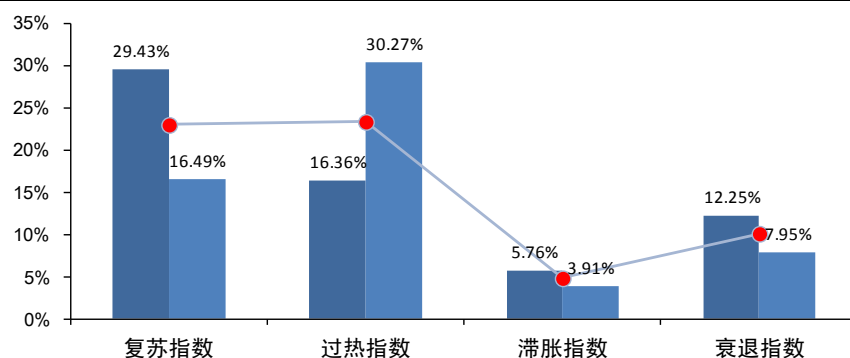
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

年初以来，经济周期相对指数：

1. 复苏指数由 1035 点上涨至 1103 点，上涨 6.54%。
2. 过热指数由 1141 点上涨至 1208 点，上涨 5.86%。
3. 滞涨指数由 1305 点下跌至 1191 点，下跌 8.68%。
4. 衰退指数由 519 点下跌至 498 点，下跌 4.11%。

经济周期指数成分指数平均涨跌幅：复苏指数 22.96%、过热指数 23.32%、滞涨指数 4.83%、衰退指数 10.10%。

图 2: 国信经济周期指数成分指数涨跌幅 (2011-12-31—2012-05-31)

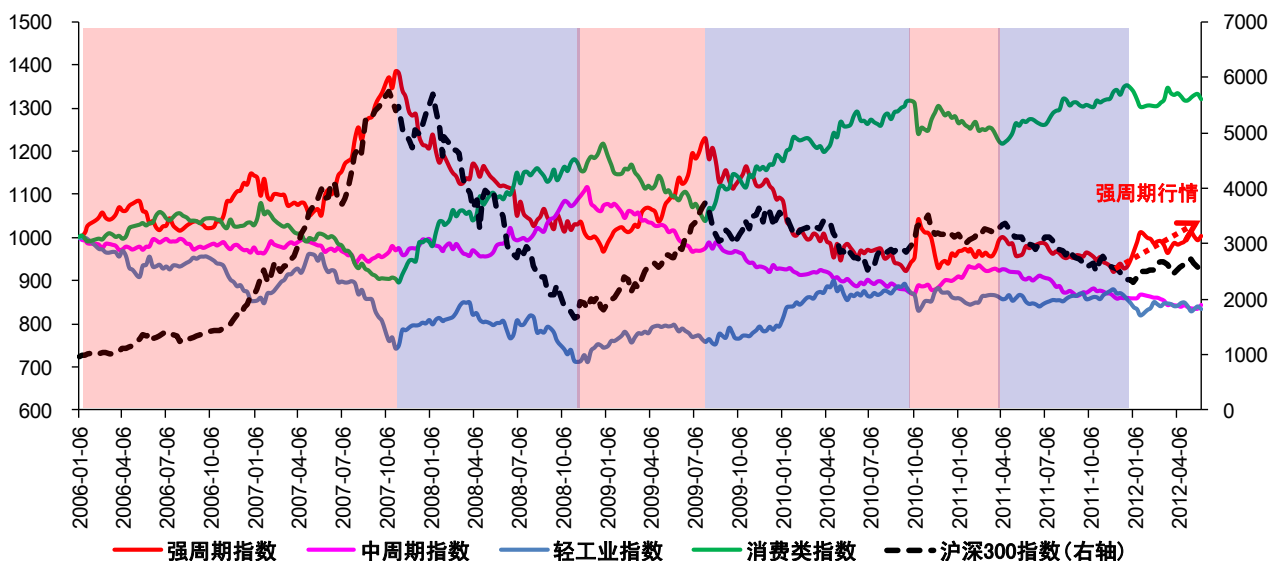


数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

中长期重点配置汽车、房地产、煤炭、有色、券商

由于元旦以来,我们判断市场会进入复苏周期,因此中长期的行业配置,我们重点推荐**强周期集群:汽车、房地产、煤炭、有色、券商**。站在当前这个时点,我们依然维持中长期的行业配置建议。

图 3: 国信行业集群走势图



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业集群结构变化和大盘走势的历史数据证明:强周期集群和消费类集群的相对走势和大盘的牛熊息息相关,牛市伴随着强周期集群的走强和消费类集群的走弱,而熊市则伴随着消费类集群的走强和强周期集群的走弱;中周期集群和轻工业集群则无特别明显规律可循,但是从最近一年多的走势看,牛市中周期集群走强概率较高,熊市中轻工业集群走强概率较高。

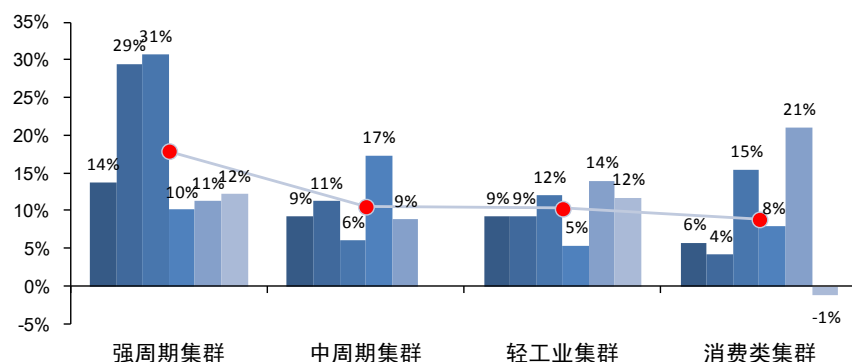
年初以来,行业集群相对指数:

1. 强周期集群由 946 点上涨至 1001 点, 上涨 5.79%。
2. 中周期集群由 859 点下跌至 845 点, 下跌 1.61%。
3. 轻工业集群由 849 点下跌至 834 点, 下跌 1.82%。
4. 消费类集群由 1346 点下跌至 1320 点, 下跌 1.89%。

行业集群指数成分指数平均涨跌幅:强周期集群 17.91%、中周期集群 10.55%、

轻工业集群 10.28%、消费类集群 8.86%。

图 4: 国信行业集群指数成分指数涨跌幅 (2011-12-31—2012-05-31)



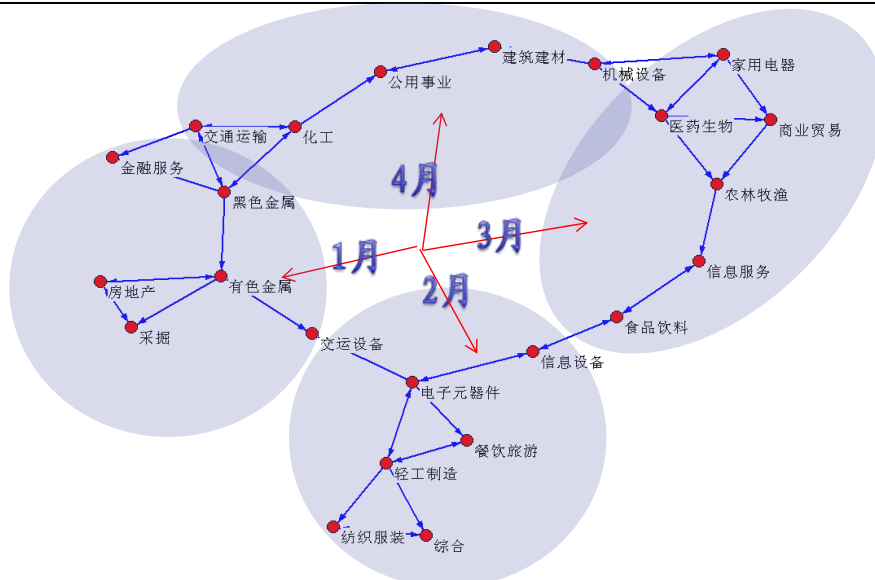
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

短周期热点循着行业关联图有序轮动

短周期行业观点: 六月份市场热点应该会再度转向到强周期集群。

根据行业关联图的历史轮动规律: 热点循着图逐步在逆时针转动, 一月份的热点在强周期集群, 二月份热点在轻工业集群, 三月份热点在消费类集群, 四月份和五月份月上旬热点在中周期集群, 五月份下旬热点再度转向强周期集群。

图 5: 国信行业关联图



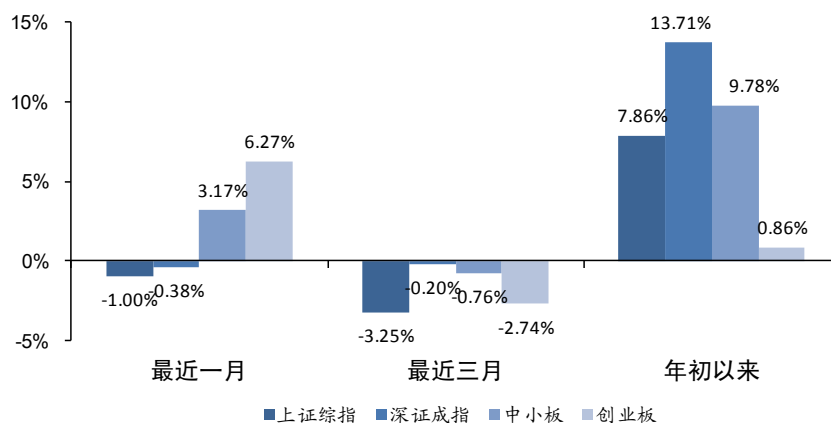
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2012 年前五个月市场回顾

主要指数均大幅上涨

年初以来，主要股指均上涨，深成指涨幅最高，上涨 13.71%；其次是中小板指，上涨 9.78%；再次是上证综指，上涨 7.86%；创业板指垫底，仅微幅上涨 0.86%。

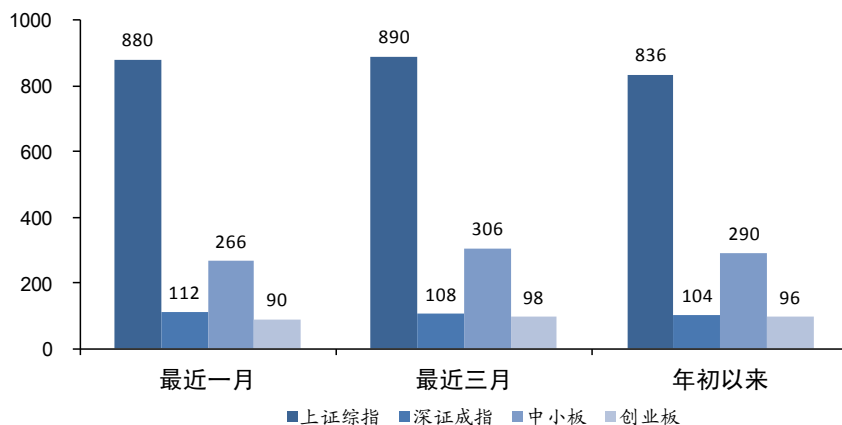
图 6：主要指数表现（2011-12-31—2012-05-31）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

成交量方面，主板成交温和放大，中小板和创业板微幅下滑。结构方面讲，相对于中小板和创业板，资金更加偏好主板。

图 7：主要指数成交金额（2011-12-31—2012-05-31）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

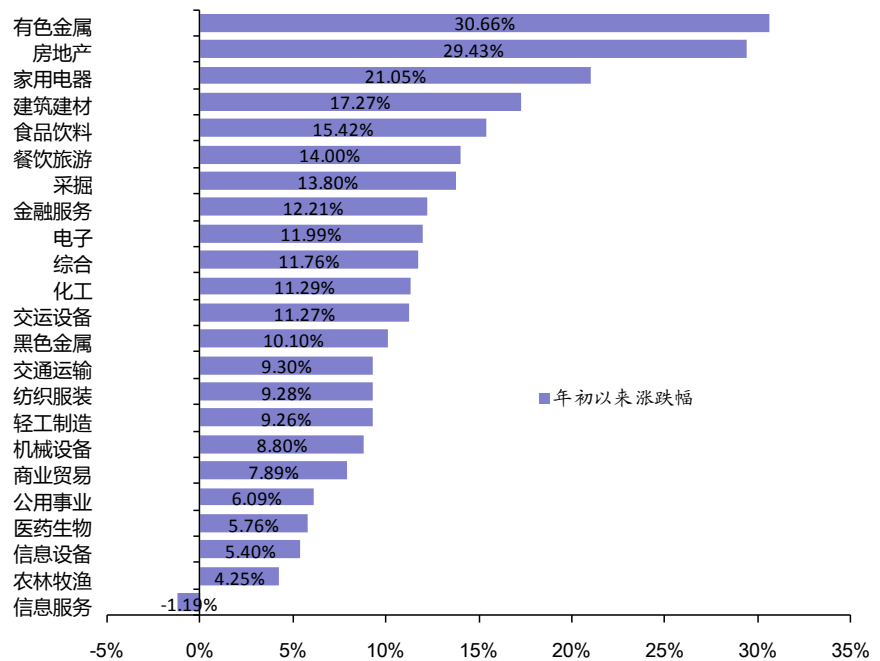
强周期股和消费股强弱分明

年初以来，涨幅最高的五个行业是：有色金属、房地产、家用电器、建筑建材、食品饮料，分别上涨 30.66%、29.43%、21.05%、17.27%、15.42%；涨幅最低的五个行业是：信息服务、农林牧渔、信息设备、医药生物、公用事业，分别上涨-1.19%、4.25%、5.40%、5.76%、6.09%。

强周期股和消费股强弱分明，23 个一级行业平均涨跌幅 11.96%，七个典型的周期类行业平均涨跌幅 18.95%，六个典型的消费类行业平均涨跌幅 9.43%，典型周期股对典型消费股的超额收益是 9.52%。

注：七个典型的周期类行业分别是有色金属、房地产、建筑建材、采掘、化工、交运设备，六个典型的消费类行业分别是食品饮料、餐饮旅游、纺织服装、商业贸易、医药生物、农林牧渔。

图 8：一级行业指数涨跌幅（2011-12-31—2012-05-31）

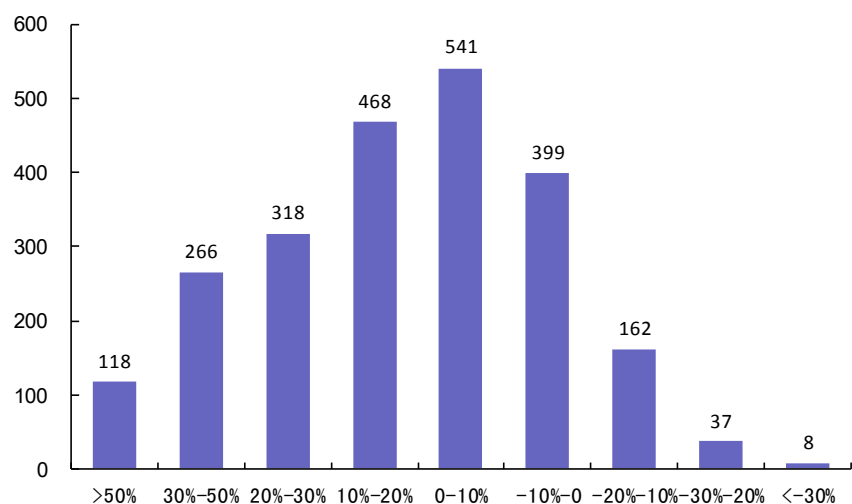


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票大面积上涨

“一花独放不是春，万紫千红春满园”。2012 年前五个月，2317 只股票，平均涨跌幅 13.39%。其中 1711 只上涨，606 只下跌，上涨下跌比例为 74%: 26%。

图 9：股票涨跌统计（2011-12-31—2012-05-31）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

1. 118 只股票涨跌幅超过 50%，占比 5.09%。
2. 266 只股票涨跌幅在 30%至 50%之间，占比 11.48%。

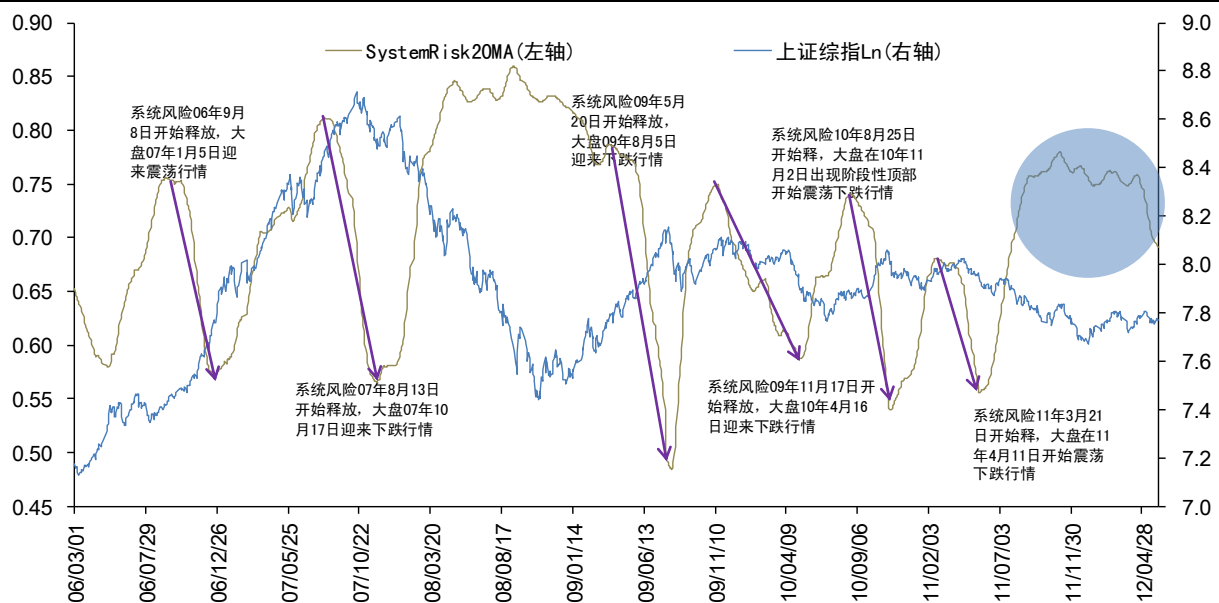
3. 318 只股票涨跌幅在 20%至 30%之间，占比 13.72%。
4. 468 只股票涨跌幅在 10%至 20%之间，占比 20.20%。
5. 541 只股票涨跌幅在 0 至 10%之间，占比 23.35%。
6. 399 只股票涨跌幅在-10%至 0 之间，占比 17.22%。
7. 162 只股票涨跌幅在-20%至-10%之间，占比 6.99%。
8. 37 只股票涨跌幅在-30%至-20%之间，占比 1.60%。
9. 只股票跌幅超过-30%，占比 0.35%。

市场运行特征分析

未来一季度市场系统性风险可控

国信系统性风险指标提示市场仍旧处于安全状态，未来一季度市场系统性风险可控。过去市场六次大幅下跌之前，国信系统性风险指标均能够有效及时的发出预警信号，即指标值提前市场 2 个月左右大幅下跌。

图 10: 国信系统性风险指标



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

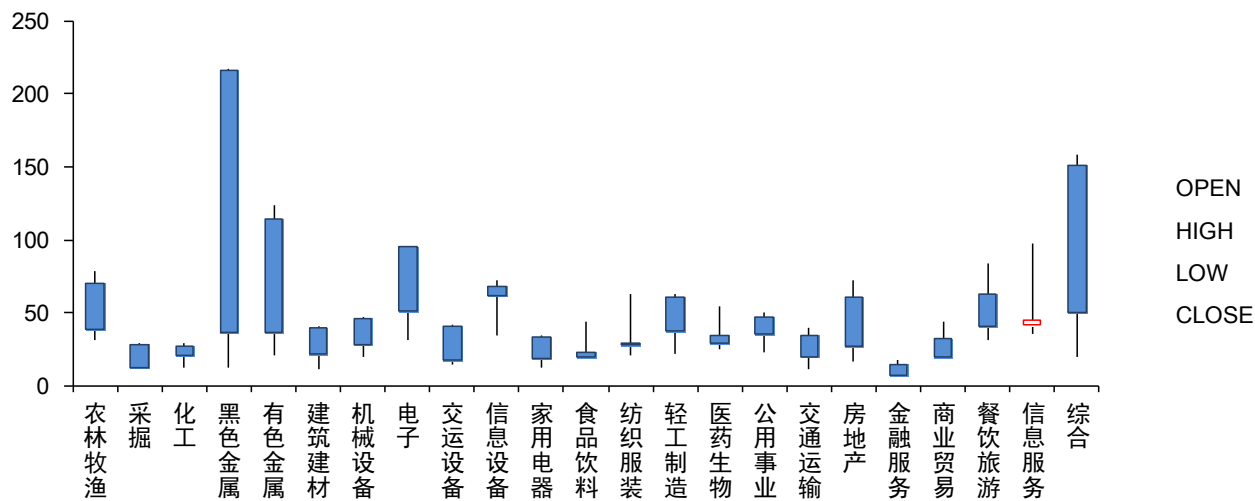
市场整体估值水平处于三年来的低位

过去三年（2009-06-01 至 2012-05-31），市场整体股票水平大幅下降，沪深 300 起始点 PE（整体法）22.86，截至日 PE13.27，期间最高 PE30.81，最低 PE12.98。当前估值水平接近区间估值水平波动下限，相对于三年前整体估值水平下滑 58.05%。

相比三年前，23 个一级行业 22 个行业估值水平下滑，仅有信息服务估值水平微幅上升（PE 由 41.73 上升至 44.79）。

采掘、金融服务、食品饮料、商业贸易、交运设备、黑色金属、医药生物、信息服务、有色金属、纺织服装、餐饮旅游、房地产 13 个行业估值水平接近区域估值水平波动下限（波动区域的最低 20% 区间，即 $(Close-Low) / (High-Low) < 0.2$ ）。

图 11: 行业估值水平分析 (2009-06-01—2012-05-31)



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 百分位指标计算公式, $(CLOSE - LOW) / (HIGH - LOW)$ 。

表 1: 行业估值水平分析 (2009-06-01—2012-05-31)

行业名称	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	百分位
农林牧渔	70.55	78.26	31.55	38.03	13.88%
采掘	27.62	29.55	12.28	12.33	0.30%
化工	27.00	29.10	12.60	20.96	50.65%
黑色金属	216.46	217.50	12.65	36.25	11.52%
有色金属	114.44	123.63	20.55	36.11	15.10%
建筑建材	39.38	41.17	11.59	21.69	34.15%
机械设备	46.40	47.25	19.25	28.56	33.28%
电子	95.01	95.79	31.54	51.57	31.17%
交运设备	40.72	42.08	14.30	17.07	9.98%
信息设备	68.05	72.49	34.64	61.23	70.25%
家用电器	33.14	34.06	12.71	18.13	25.37%
食品饮料	22.85	44.09	19.36	20.00	2.57%
纺织服装	29.30	62.31	20.97	27.85	16.66%
轻工制造	60.98	63.15	21.32	37.64	39.01%
医药生物	34.10	54.31	25.18	28.74	12.20%
公用事业	46.96	49.69	22.78	35.89	48.71%
交通运输	34.70	39.67	11.12	19.11	28.00%
房地产	60.34	72.69	16.04	27.38	20.02%
金融服务	14.08	17.79	6.74	6.81	0.65%
商业贸易	32.69	44.12	18.77	19.91	4.50%
餐饮旅游	62.27	84.01	30.81	40.27	17.78%
信息服务	41.73	97.79	35.85	44.79	14.43%
综合	150.96	158.53	19.15	49.69	21.91%

数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

股价结构分化严重, 周期股下跌, 消费股上涨

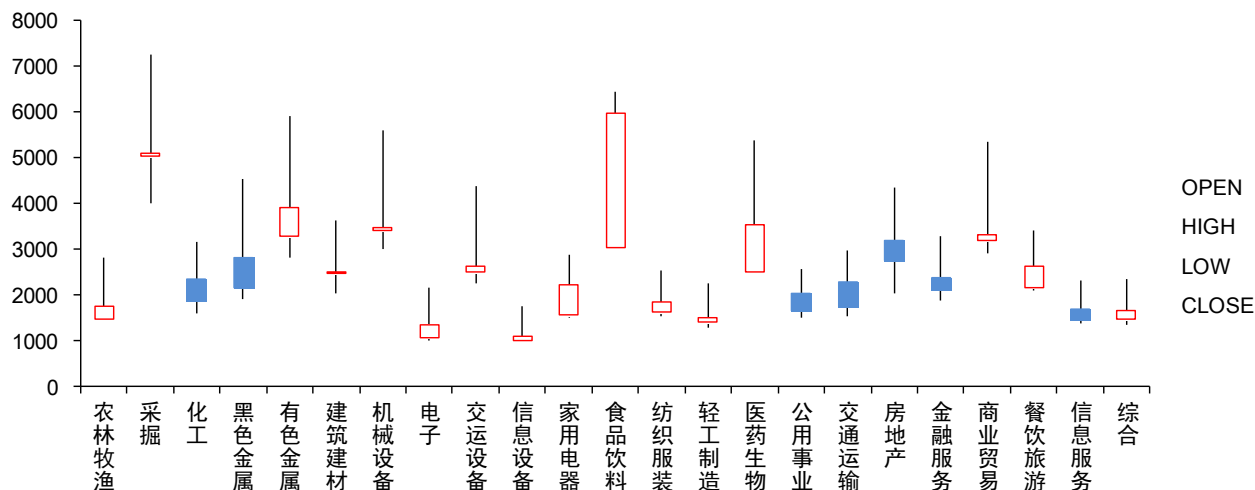
过去三年 (2009-06-01 至 2012-05-31), 市场股价小幅下滑, 沪深 300 起始点位 2858 点, 截止日 2632 点, 期间最高 3787 点, 最低 2276 点。当前股价水平亦靠近区间股价水平波动下限, 相对于三年前下跌 30.50%。

相比于三年前, 化工、黑色金属、公用事业、交通运输、房地产、金融服务、信息服务 7 周期性行业股价下滑, 其他行业均有不同程度的上涨。

化工、黑色金属、机械设备、交运设备、信息设备、公用事业、交通运输、金

融服务、商业贸易、信息服务 10 行业股价水平接近区域股价水平波动下线（波动区域的最低 20% 区间，即 $(\text{Close}-\text{Low}) / (\text{High}-\text{Low}) < 0.2$ ）。

图 12: 行业股价分析 (2009-06-01—2012-05-31)



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

注: 百分位指标计算公式, $(\text{CLOSE}-\text{LOW}) / (\text{HIGH}-\text{LOW})$ 。

表 2: 行业股价分析 (2009-06-01—2012-05-31)

行业名称	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	百分位
农林牧渔	1478.60	2834.49	1463.20	1772.39	22.55%
采掘	5051.85	7242.71	4005.57	5096.12	33.69%
化工	2344.86	3162.02	1599.42	1882.57	18.12%
黑色金属	2813.91	4541.91	1901.62	2166.16	10.02%
有色金属	3284.55	5897.47	2828.51	3918.68	35.52%
建筑建材	2485.41	3619.30	2030.49	2520.55	30.84%
机械设备	3414.95	5602.63	2998.70	3485.92	18.71%
电子	1070.52	2175.14	996.87	1359.52	30.78%
交运设备	2506.36	4387.14	2271.20	2638.93	17.38%
信息设备	1005.52	1775.29	987.09	1113.30	16.01%
家用电器	1585.22	2896.00	1515.58	2229.91	51.75%
食品饮料	3025.47	6444.55	3025.47	5962.12	85.89%
纺织服装	1639.48	2544.57	1538.35	1849.39	30.91%
轻工制造	1418.30	2250.05	1296.44	1501.81	21.54%
医药生物	2502.39	5381.08	2502.39	3539.20	36.02%
公用事业	2039.67	2557.50	1495.68	1659.89	15.46%
交通运输	2291.81	2982.01	1554.62	1750.56	13.73%
房地产	3201.29	4356.54	2038.63	2758.17	31.04%
金融服务	2386.84	3280.52	1887.12	2147.62	18.70%
商业贸易	3192.09	5336.80	2910.33	3310.09	16.47%
餐饮旅游	2152.09	3406.05	2100.20	2645.68	41.77%
信息服务	1713.38	2309.48	1388.61	1495.07	11.56%
综合	1486.47	2359.64	1340.81	1667.36	32.05%

数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

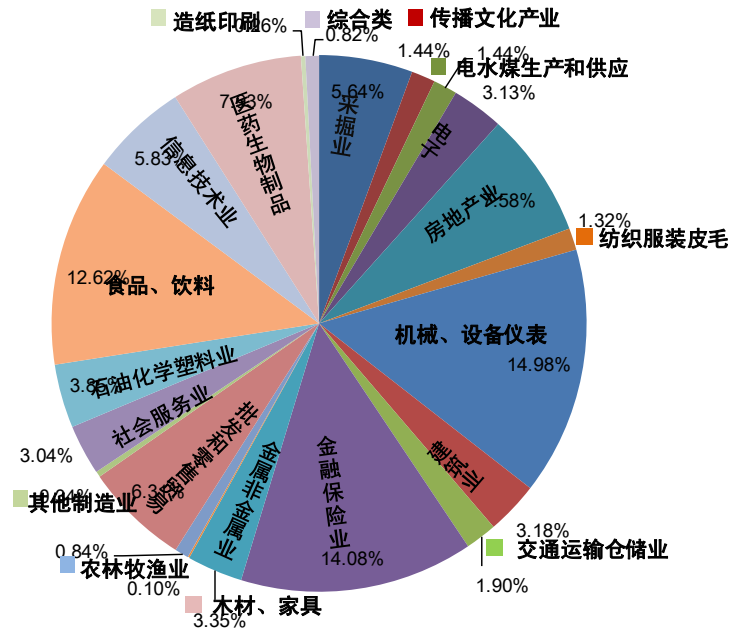
基金一季度行业配置

2012 年一季度, 主动型基金重仓的五大行业分别是 (机械、设备、仪表)、(金融、保险业)、(食品、饮料)、(医药、生物制品)、房地产业, 配置比例分别是 14.98%、14.08%、12.62%、7.93%、7.58%。

主要超配的行业 (机械、设备、仪表)、(食品、饮料)、(医药、生物制品)、房

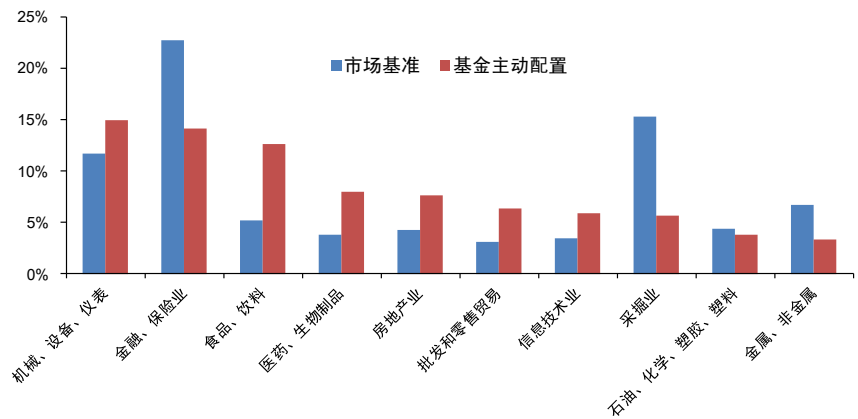
地产业、批发和零售贸易、信息技术。主要低配的行业（金融、保险业）、采掘业、（石油、化学、塑胶、塑料）、（金属、非金属）。

图 13: 主动型基金一季度行业配置



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 14: 基金超/低配行业对比分析



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

国信投资时钟简要介绍

融合技术与基本面分析的分析体系（基于符号&结构的串联）

主要分析流派分析

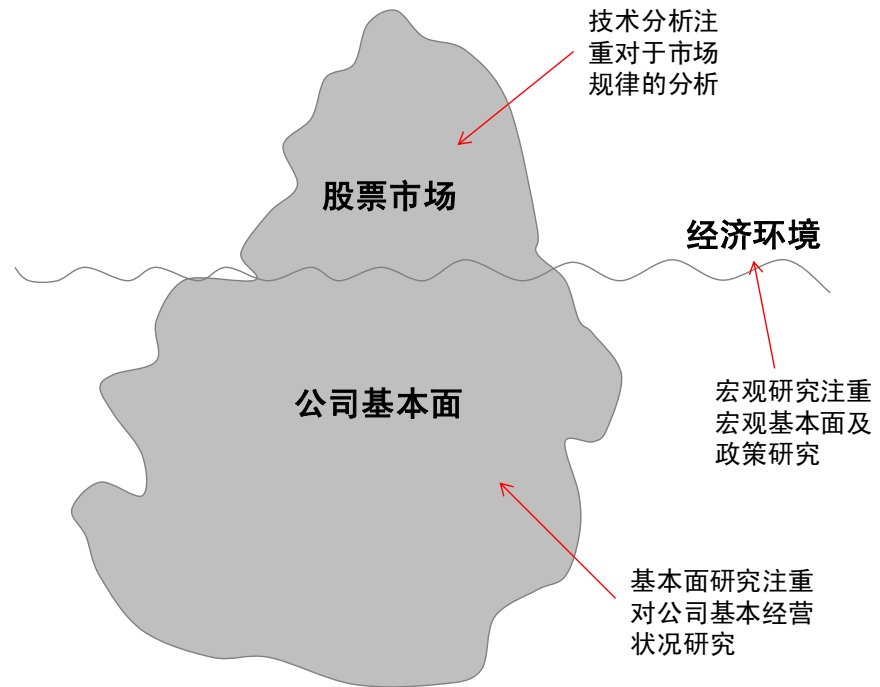
目前证券分析领域的主要流派有三：技术分析、公司分析、宏观分析。

1. 技术分析：注重对于市场运行规律的分析。
2. 公司分析：注重对于公司基本经营状况和盈利的分析。

3. 宏观分析：注重宏观基本面及政策的分析。

三种分析流派各有所长，但是目前三者之间是彼此割裂的，并没有形成统一的相互验证的分析框架体系。

图 15: 主要分析流派分析



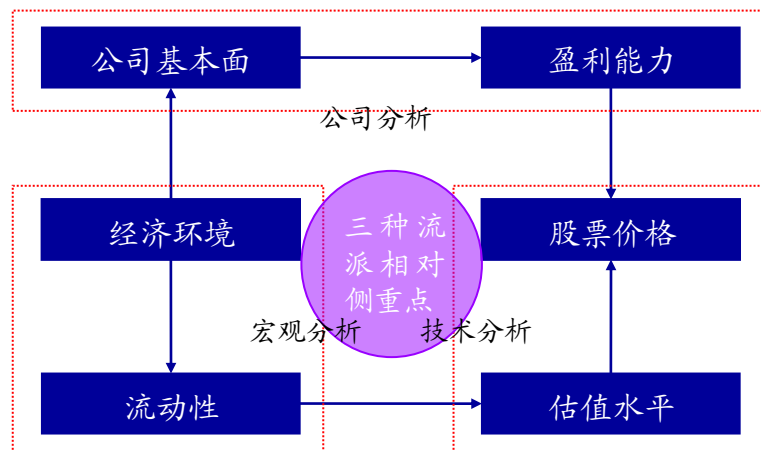
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票价格决定逻辑

股票价格的决定因素主要可以分解成盈利能力和估值水平两方面，盈利能力决定于公司基本面，而估值水平决定于市场整体流动性水平，公司基本面状况和市场整体流动性水平则取决于整体宏观环境的变化。

从分析的相对侧重点方面来看：宏观分析相对侧重宏观环境和流动性，公司分析相对侧重公司基本面和盈利能力，技术分析相对侧重股票价格和估值水平。

图 16: 股票价格决定逻辑及三种流派相对侧重点

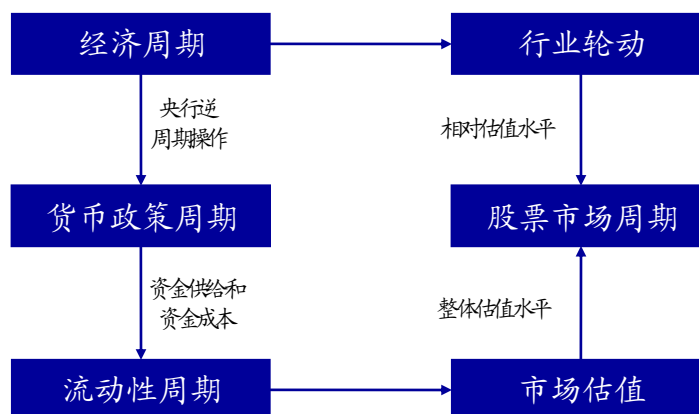


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

符号&结构，基本面分析和技术分析的纽带

对于股票市场周期的基本逻辑，我们认为：股票市场周期的两大驱动因素是经济周期和流动性周期，经济周期是行业轮动周期的主要决定因素，而流动性周期则是市场估值周期的主要决定因素。流动性周期取决于货币政策周期，而货币政策周期取决于经济周期。

图 17：股票市场周期分析



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

对于股票市场周期，我们提出以下五点基本假设：

1. **经济周期分析重在结构分析，而非总量分析：**经济周期本质上是需求和价格在产业链上的传导过程，产业链上的景气周期轮动才是其主要特征，而总量上的变化不过是其外在表现。
2. **经济周期会通过股票市场的结构性变化体现出来：**由于经济周期，以及基于经济周期的行业景气轮动是驱动股票市场走势的主要因素，股票市场的直接表现就是行业轮动—结构性变化。
3. **股票市场和宏观经济指标不存在直接因果关系：**股票市场和宏观经济指标拥有共同的驱动因素—实体经济，但是它们之间则不存在直接的因果关系，因为主要驱动因素一致，所以在方向上它们大致是可以相互验证的。
4. **股票市场数据实时性更好：**实体经济领域发生的任何有意义的信息都会通过投资者的交易行为实时注入进股市，而宏观经济数据如 GDP 一个季度才公布一次，CPI 则是一个月公布一次，显然股票市场数据的实时性要强于宏观经济指标。
5. **股票市场数据质量更高：**宏观经济指标基本是从一个角度对实体经济数据进行的汇总，而股票市场的数据是千千万万的投资者通过金钱交易出来的，我们认为从质量上讲，通过钱交易出来的数据应该不会比宏观经济指标的质量差。

表 3：基本面数据与市场数据对比分析

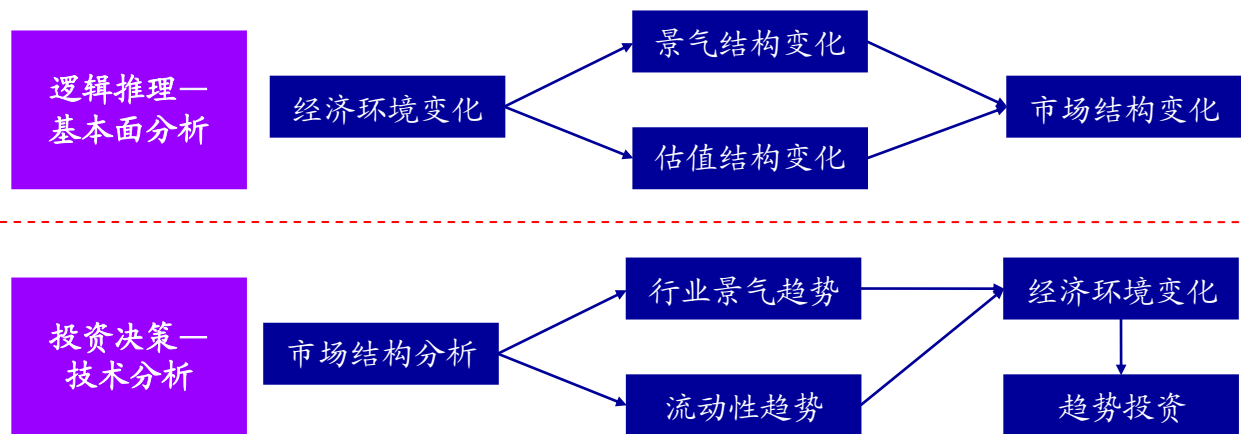
	实时性	质量	可读性	可比较性	完整性
基本面数据	慢，不灵敏	低，信息量少	意义明确，容易理解	不同行业指标不能直接比较	不完整，很多因素难以给出观测指标
股票市场数据	快，变化灵敏	高，信息量多，用钱生成的数据	众多因素综合作用结果，纷繁庞杂，不易直接理解	不同行业易于直接比较，因为资金容易切换，不同行业股价变化反映综合景气变化	信息相对完整，所有影响股价因素最终都会体现到股价变化中

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

基于以上对于股票市场周期的逻辑分析，及五点基本逻辑假设，国信投资时钟分析体系试图融合技术分析和基本面分析各自优势，构建一个介于技术分析和基本面分析体系之间的新体系。

国信投资时钟基本思想是：基于基本面分析构建逻辑推理体系，理解行业在经济体系及股票市场的符号意义。然后根据行业指数的符号意义，从结构的角理解解和推测基本面的变化趋势，并且跟随这种趋势进行投资。

图 18: 国信投资时钟逻辑体系



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票市场与宏观经济指标关系

国信投资时钟五点基本假设中的第三点假设是关于股票市场和宏观经济指标之间逻辑关系的假设，需要指出的是：**宏观经济指标和宏观经济是两个完全不同的概念**，宏观经济是一个复杂的相互作用系统，而宏观经济指标则是从不同视角对宏观经济状态进行监测的指标体系，为避免术语混淆，本报告中用“实体经济”来替代“宏观经济”。

实体经济、宏观经济指标、股票市场三者之间的逻辑关系，我们认为：

1. **实体经济是因，宏观经济指标是果：**任何宏观经济指标都只是从某一个视角对于实体经济运行状态进行监测的统计指标，因此从逻辑上讲，实体经济是因，宏观经济指标是果。实体经济本身是一个复杂的相互作用系统，其状态很难进行完全的描述，各种宏观经济指标都只是从特定的视角来对其进行观察，总体上讲能够大致描述宏观经济的运行状态，但是宏观经济指标观测到的状态和实际的状态这二者还是不能等同的，因为实体经济的状态是无法被完全描述的。
2. **实体经济是因，股票市场是果：**股票代表的是投资者对于特定公司的所有权，而实体经济是所有公司相互作用的共生体。总体上讲，实体经济的状态影响整体盈利水平和流动性，进而影响到公司价值，所以依旧是实体经济是因，股票市场是果。
3. **宏观经济指标和股票市场是相互验证的关系：**因为它们拥有共同的驱动因素—实体经济，但是两者之间不存在严格的直接逻辑因果关系。

股票市场和宏观经济指标两者相互整体解释力的实证结果显示：

1. **股票市场和宏观经济指标之间存在很强的双向解释关系，**即股票市场波动能够很强的解释宏观经济指标波动，宏观经济指标波动也能够很强的解释股票市场波动，两者是相互验证的关系。

2. 股票市场对宏观经济指标的解释能力比宏观经济指标对股票市场的解释能力更加强，说明股票市场可能是宏观经济更加有效的监测指标体系。

同样以前 12 个因子进行对比分析：以股票市场为自变量，宏观经济指标为因变量，前 12 个因子的模型效应是 92.87%，因变量效应是 79.22%，即股票市场方差可以解释宏观经济指标方差的 79.22%；以宏观经济指标为自变量，以股票市场为因变量，前 12 个因子的模型效应是 99.61%，因变量效应是 59.19%。

以模型效应 95% 为界（模型效应 > 95%，因子数目最少），股市因子模型 15 个因子时，模型效应为 96.15%，因变量效应为 83.99%；宏观因子模型 8 个因子时，模型效应为 96.21%，因变量效应为 52.15%。

表 4：股票市场和宏观经济指标相互整体解释力分析（前 12 个因子）

股市因子 因子数目	模型效应 (%)		因变量效应 (%)		宏观因子 因子数目	模型效应 (%)		因变量效应 (%)	
	解释增量	解释总量	解释增量	解释总量		解释增量	解释总量	解释增量	解释总量
1	21.93	21.93	22.49	22.49	1	35.58	35.58	12.47	12.47
2	20.86	42.79	9.30	31.79	2	13.19	48.77	9.49	21.96
3	8.53	51.32	11.50	43.29	3	15.99	64.76	6.01	27.97
4	9.24	60.55	8.32	51.61	4	11.83	76.59	5.88	33.85
5	4.37	64.93	8.76	60.36	5	5.06	81.64	6.22	40.07
6	9.18	74.11	3.10	63.46	6	6.96	88.61	4.66	44.73
7	5.45	79.56	3.78	67.24	7	4.78	93.39	4.42	49.15
8	3.44	83.00	2.86	70.10	8	2.82	96.21	2.99	52.15
9	3.68	86.68	1.95	72.05	9	1.26	97.47	2.32	54.47
10	2.65	89.33	2.55	74.61	10	1.31	98.78	1.22	55.69
11	2.37	91.70	1.99	76.60	11	0.46	99.24	1.99	57.68
12	1.18	92.87	2.62	79.22	12	0.36	99.61	1.51	59.19

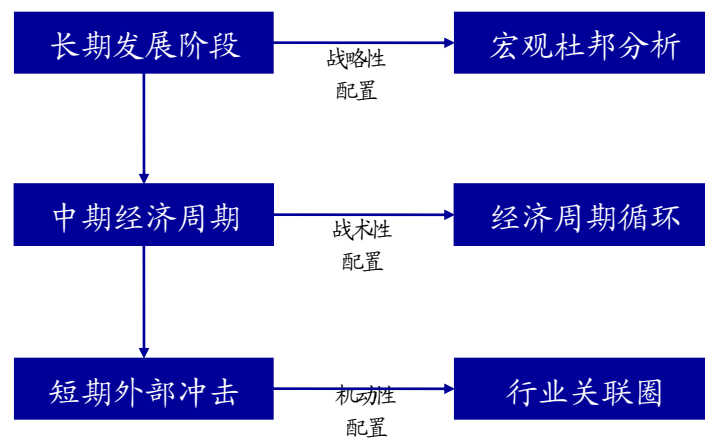
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分析框架：自上而下的量化行业配置框架

自上而下，我们认为影响行业配置的三个主要因素是：经济发展阶段、经济周期、短期外部冲击。经济发展阶段对行业配置的影响缓慢而持久，长期才能体现出来；短期外部冲击对行业配置的影响迅速而短暂，对市场只具有短期效应；经济周期对行业配置的影响介于两者之间。

与这三个主要因素相对应，我们的研究体系也划分为三个主要的子研究系列：

图 19：国信投资时钟分析体系



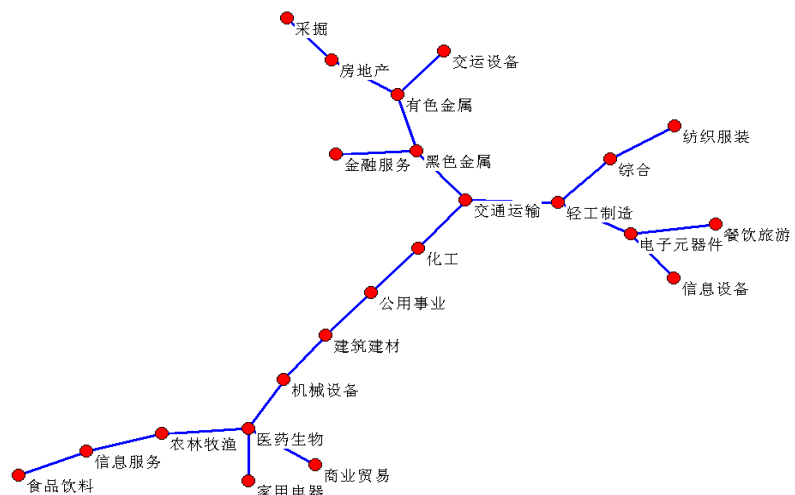
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

抛开传统，另辟蹊径——宏观杜邦分析

传统的宏观分析注重对于各种总量型经济指标进行分析，虽然各种总量型经济指标能够从不同的侧面反映实体经济的健康状况，并且它们之间也存在一定的逻辑验证关系，但是总体上它们之间还是缺乏很明确的结构关系。

我们认为将杜邦分析法引入宏观分析领域，或许能够解决这个问题。其一是因为杜邦分析是利用几种主要的财务比率之间的关系来综合分析企业财务状况的方法，体系完整，结构清晰。其二是因为无论是金融资本还是实业资本，其目标是一致的，即高回报低风险，杜邦分析即是对于回报率的系统性分析方法。

图 20: 国信行业集群划分图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

我们的宏观杜邦分析主要在两个层面上进行：

1. **宏观杜邦分析**：以 A 股所有上市公司作为中国实体经济的观测大样本，汇总 A 股所有上市公司财务报表，进行杜邦分析，向上寻找宏观经济原因，向下指导证券市场投资。
2. **行业集群杜邦分析**：通过“国信行业关联网络”将市场行业划分为强周期集群、中周期集群、轻工业集群、消费类集群。分行业集群进行财务报表汇总，运用杜邦分解进行对比分析，寻找未来长期的战略性配置品种。

经久论题，崭新视角——经济周期循环

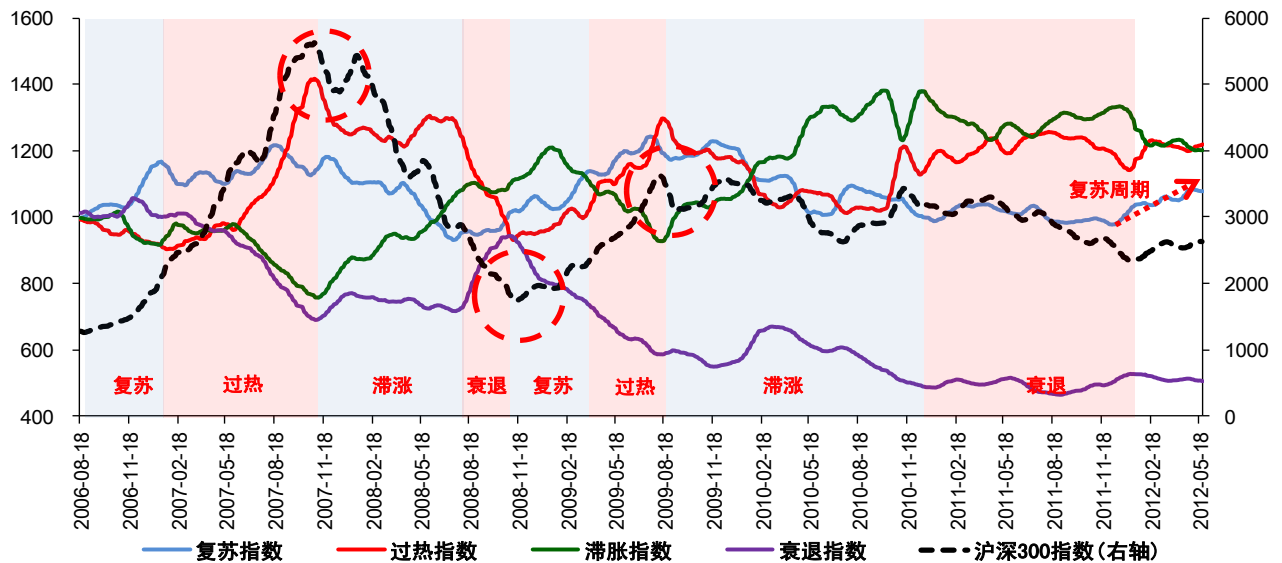
关于经济周期的论题，各国许多学者都进行过长期的研究，但大多都停留在理论阶段，且主要用定性的方法，而具体到如何用定量的方法来指导实际经济活动的较少。2004 年 11 月 10 日，美林证券发表了著名的研究报告《The Investment Clock》研究在经济的不同阶段相对应的投资策略。

我们结合 A 股市场的实际情况，以及美林投资时钟的定性结论，以一个全新的视角来审视经济周期的论题。我们根据行业的经济周期属性，定性结合定量挑选每个经济周期最具代表性的行业分别构建复苏指数、过热指数、滞胀指数、衰退指数。实证结果显示：**A 股市场存在明显的经济周期循环**，复苏周期→过热周期→滞胀周期→衰退周期→复苏周期→过热周期→滞胀周期。

1. 复苏指数：汽车和房地产，国民经济的先导性行业。
2. 过热指数：煤炭和有色，同时受益于经济增长和通货膨胀。
3. 滞胀周期：医药和零售，典型的增长稳定和抗通胀行业。

4. 衰退周期：机场和高速公路，现金流稳定的债券型股票。

图 21：国信经济周期循环图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

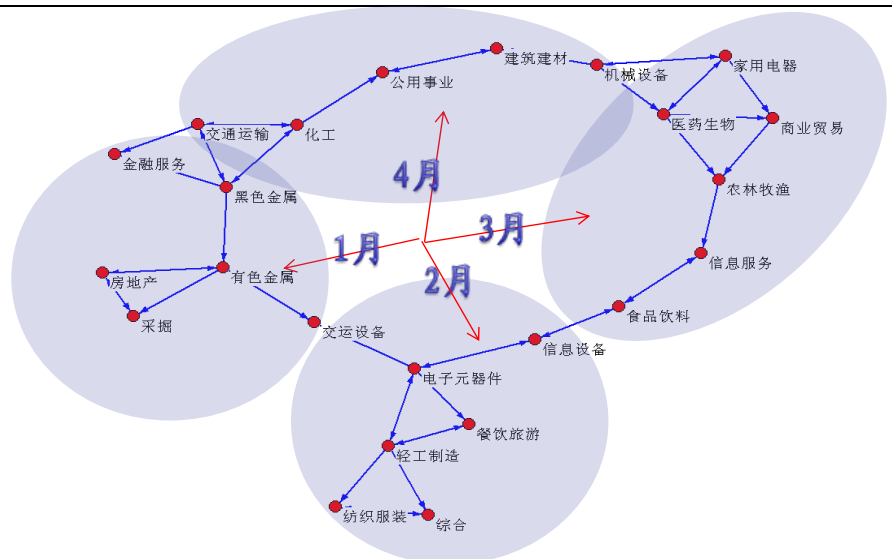
相机抉择，灵活配置——行业关联图

股票市场的最大魅力就在于不可精准预测，影响股票市场走势的因素实在是太多：基本面、消息面、政策面、资金面、技术面等等。虽然我们认为经济发展阶段以及经济周期是影响股票市场的主要因素，但是不可否认短期外部冲击对于股市的影响也是巨大的。

当股票市场走势脱离宏观基本面运行的时候，我们也需要作出相应的对策，即既要居有竹，也要食有肉。

对于短期外部冲击，我们的应对之策就是：行业关联图和伙伴算法。

图 22：国信行业关联图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

1. 行业关联图：通过对于行业指数走势的相关性分析，在相关性矩阵中对每个行业最相关的两条边进行保留，绘制国信行业关联图。

2. **伙伴算法**：目标是寻找当前市场的热点中心行业，其基本思想是，如果 A 行业是当前的热点中心行业，那么理论上讲和 A 行业相关性较高的行业如 B 行业、C 行业、D 行业的收益率排名也应该比较靠前，和 A 行业相关性较低的行业如 E 行业、F 行业、G 行业的收益率排名应该比较靠后。通过伙伴算法确定当前市场的热点中心行业后，配置热点中心行业，以及和热点中心行业相关性最高的三个行业。

投资时钟系列深度报告

1. 20100712 《国信投资时钟初探》
2. 20100903 《国信投资时钟之行业关联网》
3. 20100906 《国信投资时钟之行业轮动》
4. 20101103 《国信投资时钟之宏观杜邦分析》
5. 20101118 《美林投资时钟 A 股市场探讨》
6. 20101223 《逆向思考的浪花—国信投资时钟》
7. 20110225 《第三条道路：冬虫夏草型投资基金构想》
8. 20120215 《国信投资时钟之结构定量分析》
9. 20120503 《探寻股市与经济的逻辑关系》

国信投资时钟定期报告回顾

1. 20120104 周报：《结构态势良好，静待市场复苏》
2. 20120109 周报：《暴风骤雨中，结构调整正酣》
3. 20120116 周报：《结构态势强化，反转可期》
4. 20120130 月报：《金戈铁马，兵临城下》
5. 20120206 周报：《结构休整蓄势，复苏趋势不改》
6. 20120213 周报：《市场暖意渐浓，复苏日趋明朗》
7. 20120220 周报：《天街小雨润如酥》
8. 20120227 月报：《配置两端，谨防短期生变》
9. 20120305 周报：《消费+周期，短期防御长期进攻》
10. 20120312 周报：《短周期，消费值得关注》
11. 20120319 周报：《短周期，继续关注消费》
12. 20120326 周报：《在下跌中静候进攻》
13. 20120405 月报：《春寒渐消，复苏继续》
14. 20120409 周报：《依托周期进攻》
15. 20120416 周报：《重配周期品种，闲看股海潮升》
16. 20120423 周报：《周期继续强势，结构良好》
17. 20120502 月报：《春江水暖花欲开》
18. 20120507 周报：《继续推荐强周期》
19. 20120521 周报：《调整渐进尾声，静候周期进攻》
20. 20120528 周报：《持续下跌中，进攻队形已现》

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观			固定收益			策略		
周炳林	0755-82130638		张旭	010-66026340		黄学军	021-60933142	
崔嵘	021-60933159		侯慧梯	021-60875161		林丽梅	021-60933157	
张娜	0755-82133259		赵婧	021-60875168		技术分析		
						闫莉	010-88005316	
交通运输			银行			房地产		
郑武	0755-82130422		邱志承	021-60875167		区瑞明	0755-82130678	
陈建生	0755-82133766					黄道立	0755-82133397	
岳鑫	0755-82130432							
糜怀清	021-60933167							
商业贸易			汽车及零配件			钢铁及新材料		
孙菲菲	0755-82130722		左涛	021-60933164		郑东	010-66025270	
常伟	0755-82131528					陈健	010-88005308	
机械			基础化工及石化			医药		
郑武	0755-82130422		刘旭明	010-66025272		贺平鸽	0755-82133396	
陈玲	0755-82130646		张栋梁	0755-82130532		丁丹	0755-82139908	
杨森	0755-82133343		吴琳琳	0755-82130833-1867		杜佐远	0755-82130473	
后立尧	010-88005327		罗洋	0755-82150633		胡博新	0755-82133263	
			朱振坤	010-88005317		刘勍	0755-82133400	
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
杨敬梅	021-60933160		陈财茂	010-88005322		彭波	0755-82133909	
张弢	010-88005311		刘明	010-88005319		龙飞	0755-82133920	
电力及公共事业			非银行金融			轻工		
谢达成	021-60933161		邵子钦	0755-82130468		李世新	0755-82130565	
			田良	0755-82130470		邵达	0755-82130706	
			童成墩	0755-82130513				
家电及通信			建筑工程及建材			计算机及电子元器件		
王念春	0755-82130407		邱波	0755-82133390		段迎晨	0755-82130761	
			刘萍	0755-82130678		高耀华	010-88005321	
			马彦	010-88005304		刘翔	021-60875160	
						欧阳仕华	0755-82151833	
纺织服装			食品饮料			旅游		
方军平	021-60933158		黄茂	0755-82138922		曾光	0755-82150809	
						钟潇	0755-82132098	
金融工程			基金评价与研究					
戴军	0755-82133129		杨涛	0755-82133339				
林晓明	0755-82136165		康亢	010-66026337				
黄志文	0755-82133928		李腾	010-88005310				
秦国文	0755-82133528		刘洋	0755-82150566				
张璐楠	0755-82130833-1379		潘小果	0755-82130843				
周琦	0755-82133568		蔡乐祥	0755-82130833-1368				
郑亚斌	021-60933150		钱晶	0755-82130833-1367				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 毅	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
			刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
			汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				