

**证券研究报告—深度报告**
**金融工程**
**数量化投资**
**交易性数据挖掘系列报告**

2013 年 07 月 01 日

**专题报告**
**相关研究报告:**

《交易性数据挖掘系列报告: 均线回抽的超跌反弹选股策略》——2012-07-30

《交易性数据挖掘系列报告: 出来混迟早要还的: 基于相对价格的超跌反弹选股策略》——2012-09-17

《交易性数据挖掘系列报告: 量化技术分析之三: 强势股回调》——2012-12-17

《交易性数据挖掘系列报告: 量化技术分析之四: 均线型趋势跟随策略》——2012-12-27

《交易性数据挖掘系列报告: 市场情绪指标量化之一: 协同性指标》——2013-03-21

**联系人: 郑亚斌**

电话: 021-60933150

E-MAIL: zhengyb@guosen.com.cn

**证券分析师: 林晓明**

电话: 021-60875168

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

# 市场情绪指标量化之二: 超跌个股择时

**● 市场情绪指标**

投资者情绪(Investor Sentiment), 是行为金融学解释市场异象的主要理论基础之一。行为金融学认为, 信念和偏好异质的投资者常常是非理性的, 其心理因素在投资决策和市场演绎中起着重要作用, 情绪的大幅度波动导致认知偏差和情绪偏差, 从而放大乐观或悲观的情绪, 并致使市场产生错误定价的现象。因此投资者情绪指数也成为我们判断市场的重要指标之一。

**● 如何量化市场情绪指标**

本篇报告从超跌个股的角度出发, 探索另一种量化市场情绪指标的方法。在我们之前的报告《交易性数据挖掘系列报告: 均线回抽的超跌反弹选股策略》中提及, 从均线的角度可以很好地找到市场的超跌个股, 且有较大概率可以获取正收益。这篇报告中我们侧重于将超跌个股的表现用于衡量市场情绪, 直观上来说, 超跌个股的出现和市场表现可以刻画投资者的恐慌程度。大的市场底部都是由于恐慌盘的急剧释放导致的, 而超跌个股正是恐慌盘的最好表现。

**● 超跌个股择时的几点观察和结论**

1. 超跌个股在一定程度上表征了市场的风险偏好, 从长期统计的角度来看, A股市场短期反转效应明显, 超跌个股对全市场的胜率大致在 55%左右。
2. 当市场处于左侧寻底过程时, 往往会出现超跌个股个数的急剧增多, 这在一定程度上反应了市场的恐慌情绪的蔓延和放大。在极端的情况下, 超跌个股的超卖程度会出现极值。
3. 当市场处于左侧寻底过程时, 超跌个股的表现要远弱于全市场, 即出现超跌不反弹的情况。换言之, 我们认为超跌不反弹是一个较为明确的底部信号, 验证了市场上的一句古语: 反弹不是底, 是底不反弹。
4. 假若在市场下跌过程中, 上述两个信号同时产生, 即超跌个股个数和超跌程度急剧加大, 同时伴随超跌不反弹, 那么短期出现反弹的概率极大。

**● 当前市场环境判断**

始于 2013 年 5 月 30 日的下跌至今, 上证指数已从高点回落 300 多点。市场和个股都已经处于超卖阶段, 从我们近期观测的超跌个股的方面来看, 已经呈现出超跌个股的个数和超跌程度的加大, 同时伴随着超跌个股不反弹的情况。从历史的经验来看, 这两个信号同时产生大概率意味着后市反弹动能的增强, 因此, 我们明确地看多短期市场走势!

**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。

## 内容目录

前言 .....	4
市场情绪及量化途径 .....	4
研究框架 .....	5
超跌个股的定义及策略绩效分析 .....	6
超跌个股与全市场胜率分析 .....	7
超跌个股与全市场对比绩效分析 .....	7
超跌个股择时历年情况分析 .....	9
2008 年超跌个股择时 .....	10
2009 年超跌个股择时 .....	10
2010 年超跌个股择时 .....	11
2011 年超跌个股择时 .....	12
2012 年超跌个股择时 .....	12
2013 年超跌个股择时 .....	13
后续研究思路讨论 .....	14
国信证券投资评级 .....	15
分析师承诺 .....	15
风险提示 .....	15
证券投资咨询业务的说明 .....	15

## 图表目录

图 1: 研究框架 .....	5
图 2: 超跌个股与全市场个股的累计胜率对比 .....	7
图 3: 超跌个股与全市场个股相对净值对比 .....	8
图 4: 2008 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	10
图 5: 2008 年超跌个股平均超跌天数 .....	10
图 6: 2009 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	11
图 7: 2009 年超跌个股平均超跌天数 .....	11
图 8: 2010 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	11
图 9: 2010 年超跌个股平均超跌天数 .....	11
图 10: 2011 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	12
图 11: 2011 年超跌个股平均超跌天数 .....	12
图 12: 2012 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	13
图 13: 2012 年超跌个股平均超跌天数 .....	13
图 14: 2013 年超跌个股对全市场相对净值走势 .....	13
图 15: 2013 年超跌个股平均超跌天数 .....	13
图 16: 量化超跌 100 选股样本外绩效 .....	14
表 1: 超跌反弹策略绩效明细 .....	8
表 2: 超跌反弹策略分年情况统计 .....	9

## 前言

### 市场情绪及量化途径

每一个场内交易者对于同一个市场都有自己的判断和逻辑，无数的投资者对于市场的判断形成了一个复杂的系统。而市场情绪恰恰是用于衡量投资者行为的手段。良好地把握住市场情绪，对于投资有非常重要的意义和作用。学术界认为，市场情绪是投资者基于对资产未来现金流和投资风险的预期而形成的一种信念，这一信念或多或少的反映当前已有的事实，不同投资者对同一资产可能会有不同的信念。然而，当投资者的情绪或信念具有较大的社会性或普遍性时，投资者的行为就会在互动机制作用下趋于一致，从而影响市场定价。反之，当投资者的情绪分歧较大时，市场的不确定性和风险将会增大。

市场上有多种多样的方式分析市场情绪，诸如向投资者发放调查问卷，投票等。这种方式的缺点在于真实性较差，且存在一定的滞后。为此，我们试图从真实的交易数据出发，较为客观地对市场情绪进行量化和定义。我们认为，真实的交易数据较为及时客观准确地反应了市场的风险偏好和趋势。从量化的角度来说，我们可以利用的情绪特征包括但不限于：（1）市场整体性指标，诸如整体市盈率、市净率、成交量等；（2）市场结构性指标，诸如上涨、下跌家数，新股上市首日涨幅等；（3）场内基金指标，诸如封闭式基金、分级基金整体折溢价率；（4）资金流动性指标，诸如A股新开户账户数，持仓账户比例，新发行基金申购情况等。

在我们之前的报告《交易性数据挖掘系列报告：市场情绪指标量化之一：协同性指标》中，我们提出了一种利用看涨个股比例衡量市场情绪指标的方法，并利用看涨个股比例的变化情况与上证指数的协同性来度量市场的系统性风险，在一定程度上可以对市场的情绪和风险进行有效的监控。本篇报告中，我们尝试从超跌个股的角度来衡量市场情绪。不难看出，超跌个股侧重于度量市场的悲观和恐慌情绪，特别是在大的底部（1664点、2139点、2312点、1949点）附近，会有大量的超跌个股的集中爆发和出现，同时伴随着市场恐慌情绪的急剧释放。

具体地说，我们着重观察超跌个股的两个方面：1. 超跌个股出现的个数以及超跌的程度；2. 超跌个股与其他个股的市场表现对比。当市场在长期的下跌过程中，个股往往表现得更为惨烈，随着市场下跌的时间和空间的累积，超跌个股会集中爆发，且下跌的幅度会超出投资者的想象。在这个过程中，不断地有投资者尝试抄底，然后套牢，市场的恐慌情绪不断累积和蔓延。最后在止损盘、恐慌盘的双重作用下，投资者处于多杀多的情况，所有人都不计成本地卖出砸盘，市场急剧地下挫，超跌个股出现不反弹甚至跌得比其他个股更多的情况。在所有的投资者都不敢再买入，恐慌情绪达到最高点时，市场终于在绝望中迎来希望，展开波澜壮阔的反弹行情。通过实证结果我们发现，大底部的形成多半如此，这也验证了市场在变化，但是人性不变的道理。更为重要的是，这也是为我们利用超跌个股进行择时提供了理论依据。市场上有一句古谚：**反弹不是底，是底不反弹**，阐述的也正是这样一个道理。

需要特别说明的是，对于超跌个股的定义有多种多样，我们根据过往的研究报告，从均线的角度定义超跌个股。均线对股价的短期走势起到牵引作用，当个股出现长时间或长空间的偏离均线时，在大概率情况下，会触发超跌反弹的信号。过往的研究报告已经对此定义进行过详细的论证，在此不再赘述。

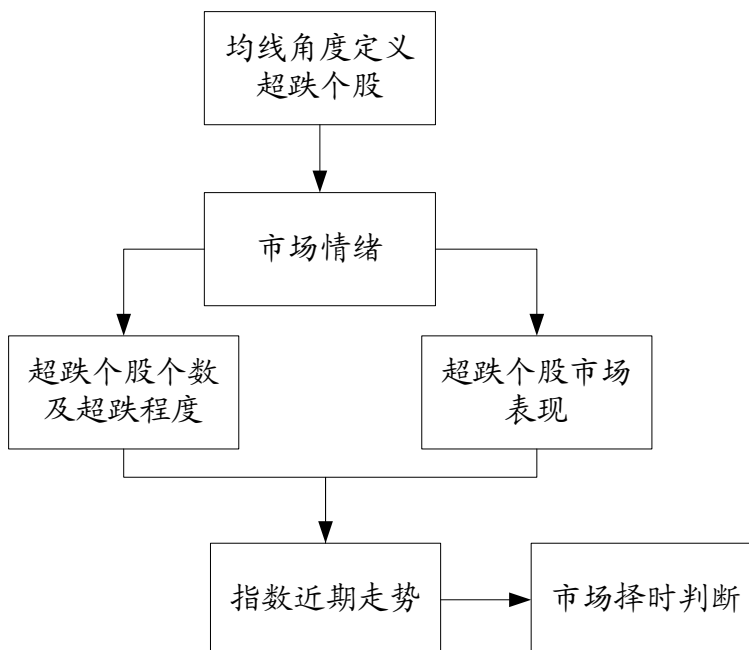
## 研究框架

如前所述，本篇报告主要从超跌个股的角度度量市场的情绪，首先我们将介绍如何从均线角度定义超跌个股，并详细分析了超跌个股与全市场的表现对比，实证结果表明，超跌个股对全市场等权的胜率大致为 55%，且在不同的市场环境下均保持稳定，说明 A 股市场上短期反转效应明显，存在明显的补涨补跌现象。

进一步地，我们研究了超跌个股表现逊于市场时（45%的情况下）的原因，结合当时的市场环境，往往有两种可能性：1. 市场牛市时（2006、2007 年），表现为强者恒强，投资者和资金面的关注的重点都在那些强势个股上，而相对超跌的个股补涨机会较小，此时超跌个股存在绝对收益，但相对收益较少。2. 市场长期下跌熊市时，表现为超跌个股同时丧失绝对收益和相对收益，即，超跌个股从时间和空间上偏离均线的程度越来越大，均线对于超跌个股已经丧失牵引的作用，绝对收益为负值。相对于其他个股，超跌个股跌幅更大，表明市场情绪的恐慌程度的加大，已经不能按照正常情况下的市场情绪度量，此时超跌个股的相对收益也为负值。

综上所述，本篇报告的研究框架如图 1 所示，首先我们将说明如何从均线角度定义超跌个股，并对其绩效指标进行全面评价和分析，包括对全市场的胜率，Sharpe 比、IR 等绩效指标，依此验证超跌个股获取超额收益的可能性。其次，我们分析如何从超跌个股的情况刻画市场情绪，包括超跌个股的个数及超跌程度，以及超跌个股的市场表现两个方面。最后，结合当时的指数走势，对市场的择时给出最终的判断结果。我们对 2008 年至 2013 年的情况进行了详细的分年统计和分析，最终得到**超跌个股集中爆发且不反弹是见底信号**的结论。具体的参见后续报告分析。

图 1：研究框架



资料来源：国信证券经济研究所

## 超跌个股的定义及策略绩效分析

本章节将着重介绍本篇报告中如何定义超跌个股，以及分析超跌个股与全市场的绩效指标对比。事实上，超跌个股并没有标准的定义，不同的投资者对于超跌的看法不尽相同，一般来说，我们可以用一些技术指标，例如乖离率、Boll线、KDJ、MACD、RSI等定义超跌。超跌的定义大都从涨跌幅、价格等角度出发，本篇报告我们沿用过往报告的结论，选用较为常用的均线作为超跌的度量。

移动平均线，简称均线是以道·琼斯的“平均成本概念”为理论基础，采用统计学中“移动平均”的原理，将一段时期内的股票价格平均值连成曲线，用来显示股价的历史波动情况，进而反映股价指数未来发展趋势的技术分析方法。它是道氏理论的形象化表述。一般情况下，均线反应的是近期投资者的平均持仓成本和股价运行的大致区间，均线会对相应周期下的股价走势起到牵引作用，股价走势不大可能长期地偏离均线太久或太远，均值回复也是出于类似的思想。换言之，一般情况下，当个股出现了长期偏离时，是给投资者一次短期的交易性机会，当股价已经连续多天在均线之上（下）运行时，股价有向下（上）触碰均线的需求，且随着天数的增加，偏离的空间和时间会加剧，均线的牵引作用也越强。因此，我们可以从这个角度定义超跌（区间内最高价连续未触碰均线）或超涨（区间内最低价连续未触碰均线）的个股。

本篇报告中，我们沿用过往的思路，以10日均线MA10作为观察基准，每天收盘后，对全市场个股进行扫描，统计其最高价连续未触碰MA10的天数，以及收盘价离MA10的距离。最终按照时间优先、空间优先的次序确定超跌个股，也就是说，我们优先选择最高价连续未触碰MA10的天数最多的个股，当天数相同时，我们选择收盘价离MA10最远的个股。不难看出，这样定义的超跌是一种相对超跌的概念，例如在牛市市场中，很有可能所有的个股收盘价都在MA10之上，那么此时所有个股连续未触碰MA10天数都为0，那么我们将选择收盘价/MA10最小的个股，这些个股的绝对涨幅为正，但相对涨幅却是全市场近期靠后的。

这样定义“相对超跌”的好处在于每天都可以选出超跌个股，可以全面准确地分析市场情绪的偏好。具体的说，我们按照上述筛选规则每天选择出超跌的100只股票，并等权跟踪其第二天的市场表现。对比的准则为超跌100的第二天平均涨跌幅和全市场个股的第二天平均涨跌幅。超跌个股可以看作是利用某种因子对全市场个股进行筛选，理论上来说，如果超跌因子对于选股没有任何作用，那么100只超跌个股在后一个交易日的表现应与全市场基本持平。我们验证了100只超跌个股的表现是显著优于全市场均值的，证明了超跌反弹选股策略的有效性。

不难看出，我们始终在追逐在价格层面安全边际较高的个股，我们追求的是市场对于价格的错误定位和偏差。当然，在不同的市场环境下，市场的风险偏好会有区别，当在牛市中出现强者恒强时，相对超跌个股将出现跑输市场平均的情况。当市场加速探底时，也会出现超跌个股连续跑输市场平均的情况。这些在我们后续的分析中都会有所提及。需要特别说明的是，本篇报告中我们并不从选股的角度去考虑超跌选股的策略，更多的是从择时和市场风格监控的角度去考虑。

此外，我们已经开始在样本外跟踪超跌100策略的绩效，感兴趣的读者可以在wind中的“资管->组合管理”模块中搜索“**量化超跌100选股**”进行关注。近期在5月份有较为明显的超额收益，6月份的下落吞噬了部分超额收益。我们后续将持续跟踪和改进该策略。



## 超跌个股与全市场胜率分析

正如前所述，我们首先关心的是，100只超跌个股与全市场个股在后一个交易日的涨跌幅均值的比较，假若超跌个股的平均涨跌幅大于全市场均值，则认为超跌个股获胜，反之则认为超跌个股跑输市场均值。我们计算其自2006年1月4日至2013年6月28日的累计胜率，如图2所示。

从图2中我们可以明显看到：1. 累计胜率明显大于0.5，说明超跌个股在大部分的情况下均能跑赢市场均值。2. 累计胜率的明显上涨走势往往对应了市场的走牛。图中标记出了上证指数的几个重要低点（1664点、2319点、2132点、1949点），这几个市场低点之后，累计胜率的走势图出现了明显的持续性上升。事实上，累计胜率的上涨反应了市场始终在追逐那些还没有怎么涨的个股，这些超跌的个股存在着明显的补涨机会。3. 当累计胜率出现明显的下跌走势时，市场往往在后续出现明显的下跌趋势。图中剩余的紫色的圆圈标注所示。这说明市场的顶部往往是出现了超跌个股跑输市场，市场彼时的风险偏好已经明显偏向于高风险的超涨个股，表现为加速赶顶的走势。

基于上述讨论，我们不难看出，超跌个股与全市场胜率的变化在一定程度上可以反映市场整体的风格偏好，结合市场的环境，可以得到一些较为定性的结论：当市场在高位时，出现超跌个股连续跑输全市场均值情况应注意后续市场的风险，此时市场风格较为偏向高风险高收益的超涨个股，追涨现象明显；反之，当市场的低位时，出现超跌个股连续跑输全市场均值情况应注意后续市场的机会，此时市场风格较为恐慌，杀跌现象较为明显。

图 2：超跌个股与全市场个股的累计胜率对比



资料来源：天软科技，国信证券经济研究所整理

## 超跌个股与全市场对比绩效分析

本章节中，我们将分析超跌100个股的绩效。在此之前，我们介绍如何计算超跌策略相对全市场平均策略的相对净值。如前所述，我们每天收盘后可以分别得到前一个交易日选出的100只超跌个股的当天平均涨跌幅，以及全市场个股当天的平均涨跌幅。暂且不考虑交易成本和冲击成本，假设我们可以将资金完全的平均分配在100只超跌个股或全市场所有股票中，那么可以依此得到两个

策略的净值走势，进而计算相对净值走势。相对净值图可以较为明显地看出市场的风格偏好，如果市场始终在追寻超跌股的补涨机会，那么相对净值会呈现单边上涨的走势，假如超跌个股出现长时间跑输市场均值的情况，那么说明市场偏向于寻找那些高风险的股票。从 2005 年 1 月 5 日至 2013 年 6 月 28 日，两种策略的相对净值图如图 3 所示。

图 3: 超跌个股与全市场个股相对净值对比



资料来源：天软科技，国信证券经济研究所整理

从图 3 中我们不难发现，超跌反弹策略相对于全市场个股均值来说，长期是向上的趋势。这是因为从日度胜率的角度来说，总体保持在 55.16%，且较为稳定。在 2007 年有一段明显的相对净值下跌，主要是由于市场当时处于强者恒强的趋势，相对超跌的个股没有明显的超额收益。如前所述，我们后续更关注的是在市场下跌过程中，图 3 中的相对净值同时出现的回撤，是否会预示后市的反弹。后续我们将逐年对上述讨论进行分析。

表 1: 超跌反弹策略绩效明细

Beta	0.9800	最大回撤	14.6997
Alpha	0.0008	日度胜率	0.5516
波动率	0.0222	月度胜率	0.6961
年化波动率	0.3519	2005 年最大回撤	-6.48%
sharpe ratio	0.0949	2006 年最大回撤	-17.04%
年化 sharpe ratio	1.5063	2007 年最大回撤	-51.03%
基准 sharpe ratio	0.0629	2008 年最大回撤	-8.60%
基准年化 sharpe ratio	0.9982	2009 年最大回撤	-16.34%
Treynor 指数	0.0021	2010 年最大回撤	-14.07%
IR	0.1054	2011 年最大回撤	-9.03%
年化 IR	1.6731	2012 年最大回撤	-7.93%
TE	0.0072	2013 年最大回撤	-6.18%
年化 TE	0.1141	平均年化收益率	34.52%
策略收益率	4426.52%	日胜率	55.16%
基准收益率	888.55%	月胜率	69.61%
组合超额累积收益率	3537.97%	年胜率	88.89%

资料来源：天软科技，国信证券经济研究所整理



表 1 和表 2 中总结了超跌反弹策略更为详细的绩效指标，从日度、月度、年度的胜率统计来看，分别达到 55.16%、69.61%、88.89%，仅有 2007 年一年跑输市场，再次验证了策略的有效性。2007 年跑输的主要原因是当时的市场环境处于极度的乐观氛围中，市场的风险偏好集中在超涨的个股，导致相对超跌的个股跑输全市场平均。

**表 2: 超跌反弹策略分年情况统计**

年份	策略收益率	基准收益率	组合年超额累积收益率 (%)	年化收益率	年最大回撤 (%)
2005	17.84%	-9.96%	27.80	29.24%	-6.48
2006	167.21%	126.73%	40.47	42.67%	-17.04
2007	290.77%	318.54%	-27.77	-28.73%	-51.03
2008	-46.32%	-56.00%	9.69	9.93%	-8.60
2009	356.57%	177.54%	179.03	188.58%	-16.34
2010	38.70%	23.05%	15.65	16.35%	-14.07
2011	-19.98%	-28.29%	8.31	8.60%	-9.03
2012	18.87%	6.53%	12.35	12.83%	-7.93
2013	13.76%	0.80%	12.97	31.24%	-6.18

资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

## 超跌个股择时历年情况分析

在前面的报告中，我们已经介绍了如何定义超跌个股，以及超跌个股如何反应市场的情绪。通过实证结果我们发现，超跌个股在正常情况下，可以大概率战胜全市场平均情况，当超跌个股出现集中爆发，且绩效连续大幅度跑输基准时，往往是市场恐慌情绪的集中爆发，结合当时的市场走势，可以在一定程度上对市场后期走势起到一定的预示作用。

在本章节中，我们将对超跌个股择时的历年情况进行详细的分析，我们已经从图 2 和图 3 中大抵看出超跌个股长期从统计意义上可以战胜全市场，当相对净值出现较大的回撤时（超跌个股跑输全市场均值），应特别值得我们注意。市场在下跌寻底的过程中会带动个股下跌，随着时间的推移，个股的超跌天数和空间会进一步打开，并在最后的底部区域，出现极端的超跌不反弹情况。底部往往不是预测出来的，而是恐慌情绪的集中爆发砸出来的。换言之，我们并不能精准预测底部的具体点位，但通过超跌个股的市场表现可以量化目前所处的风险收益区域。

在前面已经论述过，对于在市场下跌过程中出现的超跌个股，我们主要关心其两个方面的市场表现：1. 超跌个股出现的个数和超跌时间空间；2. 超跌个股是否跑输市场平均。可以看出，这两个方面是从不同的角度对市场情绪进行观察，我们可以单独地从每个角度对市场是否超跌进行判断。但当两个方面同时发出市场超跌信号时，尤其值得我们的注意。历史上的几个重要底部的左侧，均出现过超跌个股集中爆发，且连续跑输全市场的情况，当时的市场恐慌情绪可以见一斑。

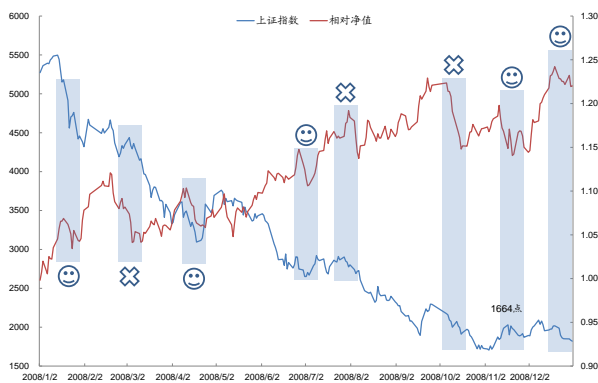
特别需要指出的是，超跌个股仅是从技术分析的层面对市场的走势进行预测，并不能把握其他方面因素对于市场的影响，例如政策面、消息面和基本面等。这些不属于本篇报告的讨论范畴。由于 2005 年至 2007 年市场处于牛市，不太可能出现超跌的情况，我们后续将重点讨论从 2008 年至 2013 年的超跌个股择时效果。

## 2008 年超跌个股择时

后续的逐年分析中我们关注的是：1. 每天交易结束后选择出的超跌 100 个股对全市场个股的相对净值走势；2. 超跌个股的平均超跌天数。前者可以看作是超跌个股是否反弹的度量，后者是超跌个股是否集中爆发的度量。

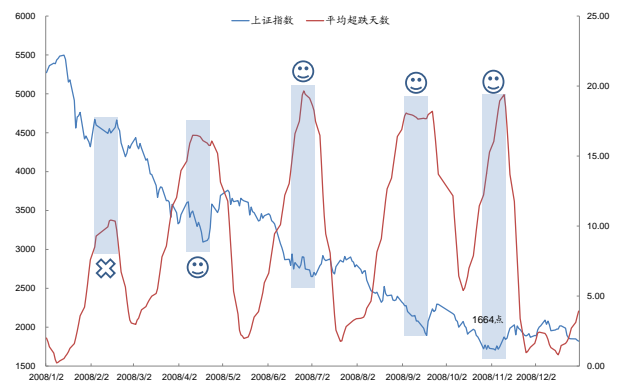
2008 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 4 所示，对应的超跌个股平均的超跌天数如图 5 所示。我们关心的是图 4 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落（此时可以说明超跌个股连续跑输全市场），后续市场是否可以如期反弹。图 4 中的 ☺ 和 × 分别表示预测的准确与否，需要特别说明的是，对于相对净值和市场的下跌划分并没有严格的定义，图 4 中的划分仅供参考。图 4 中共发出 8 次看涨信号，其中正确的有 5 次，准确率为 62.5%。

图 4：2008 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

图 5：2008 年超跌个股平均超跌天数



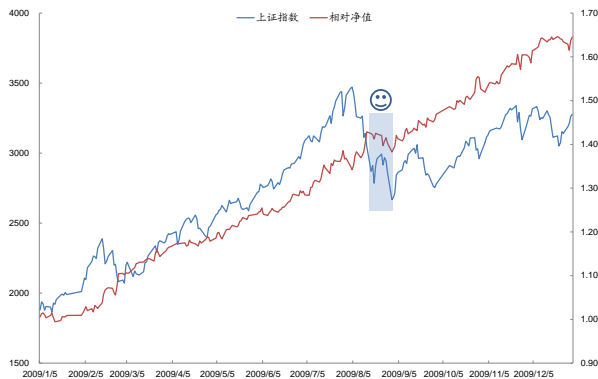
资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

类似地，图 5 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势，其中超跌天数定义为区间最高价连续不触碰 MA10 的天数。我们将平均超跌天数在 10 以上认为是超跌个股的集中爆发，当出现这种情况是作为看涨信号。从这个信号上来说，2008 年共发出 5 次信号，其中正确的有 4 次，准确率为 80%。特别要注意的是，在市场的阶段性底部 1664 点附近时，从图 4 中的相对净值和图 5 中的平均超跌天数两个信号都发出了看涨信号，当时出现了超跌个股集中爆发且超跌个股连续跑输全市场的情况。

## 2009 年超跌个股择时

2009 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 6 所示，对应的超跌个股平均的超跌天数如图 7 所示。我们关心的是图 6 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落（此时可以说明超跌个股连续跑输全市场），后续市场是否可以如期反弹。由于 2009 年市场处于牛市行情中，因此市场连续下跌的情况出现得较少，仅在 2009 年 8 月出现过一次，当时上证指数从 3478 的高点连续回落至 2500 点附近。彼时的超跌个股对全市场相对净值出现回落，发出了一次较为明显的超跌反弹信号。值得我们注意的是，2009 年全年中，图 6 中的相对净值呈现单边上扬的趋势，说明当时的市场环境非常适合买入价格相对超跌，等待个股补涨的策略。板块和个股的轮动带动了相对净值的稳定抬升，2009 年总体的超额收益高达 179.03%，日胜率高达 60.66%。从这个意义上来说，2009 年是超跌个股表现最好的一年。

图 6: 2009 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

图 7: 2009 年超跌个股平均超跌天数



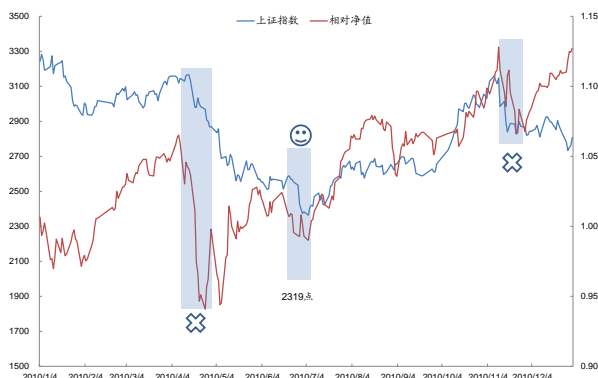
资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

类似地, 图 7 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势。由于 2009 年总体环境较好, 平均超跌天数均保持在较低区间范围内, 仅有一次超过 10 天的情况, 此次的买入信号也较为准确。特别的, 图 6 和图 7 中的买入信号的时间都在 2009 年 8 月底, 再次验证了两个指标同时发出看涨信号的准确性。

### 2010 年超跌个股择时

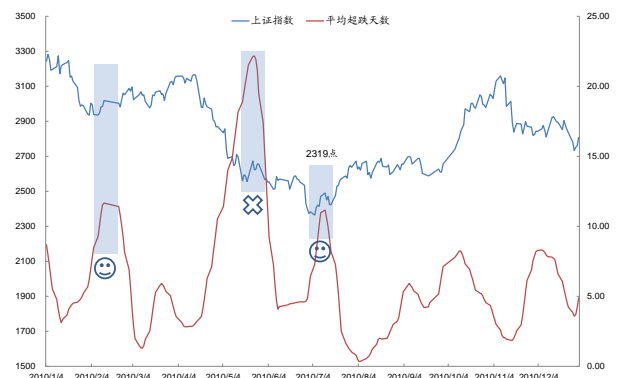
2010 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 8 所示, 对应的超跌个股平均的超跌天数如图 9 所示。我们关心的是图 8 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落 (此时可以说明超跌个股连续跑输全市场), 后续市场是否可以如期反弹。图 8 中一共发出 3 次看涨信号, 其中正确的有 1 次, 准确率仅为 33.33%, 效果较差, 我们分析可能的原因是 2010 年整体处于震荡市场中, 并不存在明显的轮涨轮跌现象。

图 8: 2010 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

图 9: 2010 年超跌个股平均超跌天数



资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

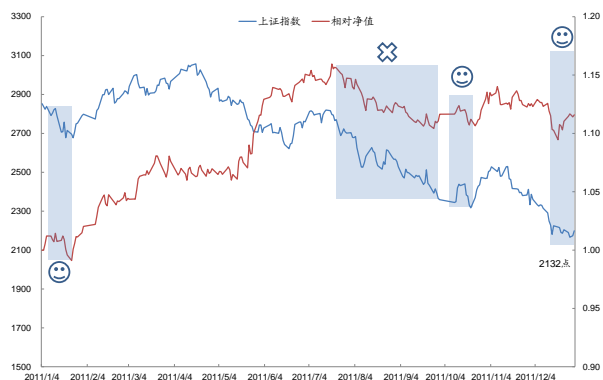
类似地, 图 9 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势, 从这个信号上来说, 2010 年共发出 3 次信号, 其中正确的有 2 次, 准确率为 66.67%。特别要注意的是, 在市场的阶段性底部 2319 点附近时, 从图 8 中的相对净值和图 9 中的平均超跌天数两个信号都发出了看涨信号, 当时出现了超跌个股集中爆发且超

跌个股连续跑输全市场的情况。

### 2011 年超跌个股择时

2011 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 10 所示，对应的超跌个股平均的超跌天数如图 11 所示。我们关心的是图 10 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落（此时可以说明超跌个股连续跑输全市场），后续市场是否可以如期反弹。图 10 中一共发出 4 次看涨信号，其中正确的有 3 次，准确率为 75%。另一方面，我们观察到 2011 年总体也处于震荡市场中，总体超额收益仅为 8.31%，日度胜率为 49.18%，这在图 2 中我们也能发现，累计胜率在 2011 年出现单边下跌的走势。这再次说明超跌个股择时在震荡市场中表现较差，应特别注意此时信号的钝化现象。

图 10：2011 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

图 11：2011 年超跌个股平均超跌天数



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

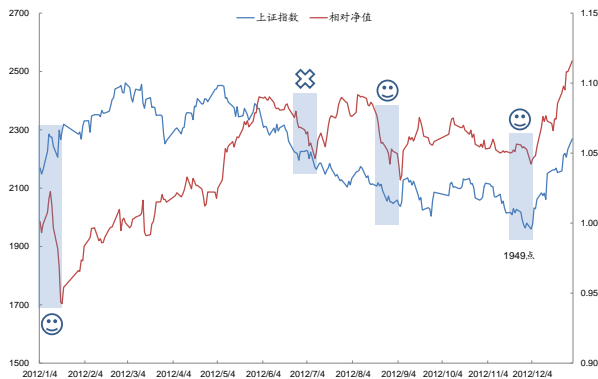
类似地，图 11 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势，从这个信号上来说，2008 年共发出 6 次信号，其中正确的有 4 次，准确率为 66.67%。特别要注意的是，在市场的阶段性底部 2132 点附近时，从图 10 中的相对净值和图 11 中的平均超跌天数两个信号都发出了看涨信号，当时出现了超跌个股集中爆发且超跌个股连续跑输全市场的情况。

### 2012 年超跌个股择时

2012 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 12 所示，对应的超跌个股平均的超跌天数如图 13 所示。我们关心的是图 12 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落（此时可以说明超跌个股连续跑输全市场），后续市场是否可以如期反弹。图 12 中一共发出 4 次看涨信号，其中正确的有 3 次，准确率大约为 75%。

从图 12 中我们不难发现，相对净值在市场见底后（1949 点）出现明显的回升迹象，此前超跌的个股出现非常明显的超跌反弹迹象，无论是从相对收益还是绝对收益方面。我们分析的原因可能是，由于市场处于底部初始的回升阶段，市场的信心尚未全面恢复，市场和投资者博取的是价格层面安全边际较高的超跌股。正是由于市场情绪的趋同性，导致超跌个股产生较为明显的超额收益。2012 年总体而言，超跌个股相对净值表现一般，年度超额收益为 12.35%，日度胜率在 54.32%，低于总体胜率。

图 12: 2012 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

图 13: 2012 年超跌个股平均超跌天数



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

类似地，图 13 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势，从这个信号上来说，2008 年共发出 4 次信号，其中正确的有 4 次，准确率为 100%。特别要注意的是，在市场的阶段性底部 1949 点附近时，从图 12 中的相对净值和图 13 中的平均超跌天数两个信号都发出了看涨信号，当时出现了超跌个股集中爆发且超跌个股连续跑输全市场的情况。

### 2013 年超跌个股择时

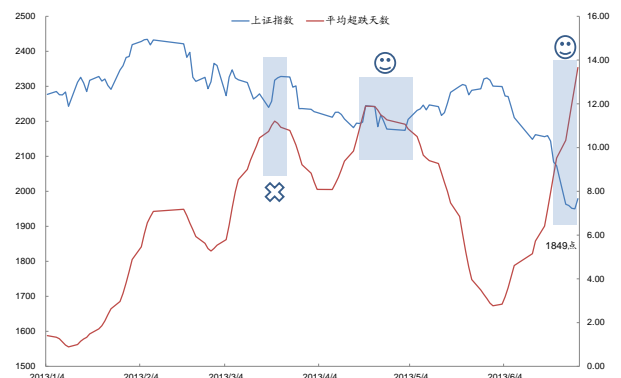
2013 年超跌个股对全市场相对净值走势如图 14 所示，对应的超跌个股平均的超跌天数如图 15 所示。我们关心的是图 14 中上证指数连续下跌的同时伴随着相对净值的回落（此时可以说明超跌个股连续跑输全市场），后续市场是否可以如期反弹。图 14 中一共发出 2 次看涨信号，其中正确的有 1 次，准确率为 50%。图 14 中很好的抓住了 5 月份的反弹行情。

图 14: 2013 年超跌个股对全市场相对净值走势



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

图 15: 2013 年超跌个股平均超跌天数



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

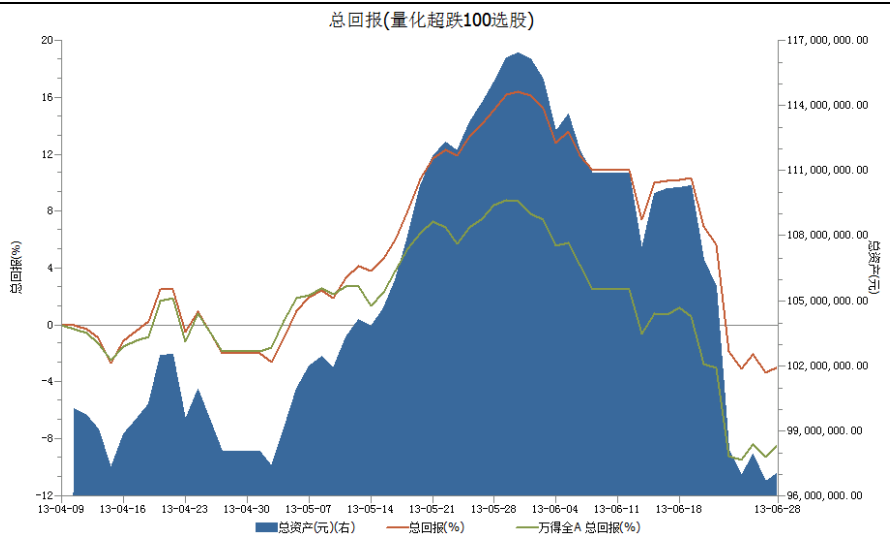
类似地，图 15 中刻画的是超跌个股平均超跌天数的走势，从这个信号上来说，2008 年共发出 2 次信号，其中正确的有 1 次，准确率为 50%。特别要注意的是，在近期市场创下阶段性底部 1849 点附近时，从图 14 中的相对净值和图 15 中的平均超跌天数两个信号都发出了看涨信号，彼时出现了超跌个股集中爆发



且超跌个股连续跑输全市场的情况。经过 2013 年 6 月 28 日的反弹后，图 14 中的相对净值有了明显的回升，正是出于过往市场大底的研究，我们认为**短期市场已经有了明显的超跌反弹迹象，两个指标同时发出的看涨信号对于后市有非常明确的判断。**

最后，此篇报告更多的是将超跌个股当作市场情绪指标的度量，并没有更多的分析选股的效果。图 16 中列出了超跌 100 策略在样本外跟踪的绩效，从图中我们不难发现，自从 5 月份以来的超额收益明显，前段时间的大跌超额收益有明显的回撤。感兴趣的读者可以在 wind 的资管-组合管理模块中跟踪每天的持仓情况。

图 16: 量化超跌 100 选股样本外绩效



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所整理

## 后续研究思路讨论

本篇报告从交易性数据的角度，结合之前报告的结论，提出了利用超跌个股观察市场情绪的方法。我们从均线的角度量化寻找超跌个股，并跟踪超跌个股的超跌时间和超跌空间，跟踪其与全市场个股相比的绩效指标，形成完整的市场情绪观察指标和系统。

我们认为，从超跌个股出现的个数以及市场表现可以在一定程度上反应市场情绪，表现为：1. 在靠近市场大的底部时，会出现超跌个股的集中爆发以及超跌个股的不反弹现象；2. 在底部反弹初期，会出现超跌个股持续战胜全市场个股的情况，此时市场的风险偏好倾向于找超跌个股的补涨机会，底部的时候投资者的风险意识较高，抢超跌个股的反弹成为更多人的选择；3. 而当超跌个股相对全市场个股出现负超额收益时，则市场见顶的可能性较大。此时，大部分的股票已经都有不俗的涨幅，而偏激的投资者把市场的风险偏好推向高风险的超涨个股。总体而言，结合市场的近期走势，超跌个股可以很好的度量和把握市场的情绪和风格。

近期市场的单边下跌已经触发了超跌个股的集中爆发且超跌不反弹的迹象，基于对过往市场底部的研究，我们明确地看多近期的市场。需要注意的风险是，由于基本面、消息面和政策面对于市场带来的冲击。



## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	林丽梅	021-60933157		
<b>固定收益</b>		<b>交通运输</b>		<b>机械</b>	
赵婧	0755-22940745	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
<b>商业贸易</b>		<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>电子</b>	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908		
		杜佐远	0755-82130473		
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
<b>计算机</b>		<b>传媒</b>		<b>纺织服装及日化</b>	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>银行</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>家电</b>	
李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678		
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
黄茂	0755-82138922	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
龙飞	0755-82133920	钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>金融工程</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

**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		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@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		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com	
甄 艺	010-66020272 18611847166		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		梁 丹	15107552991	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				