



中信证券 第七届金融创新服务论坛

听其言不如观其行：市场行为监测体系研究

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

赵文荣 关博

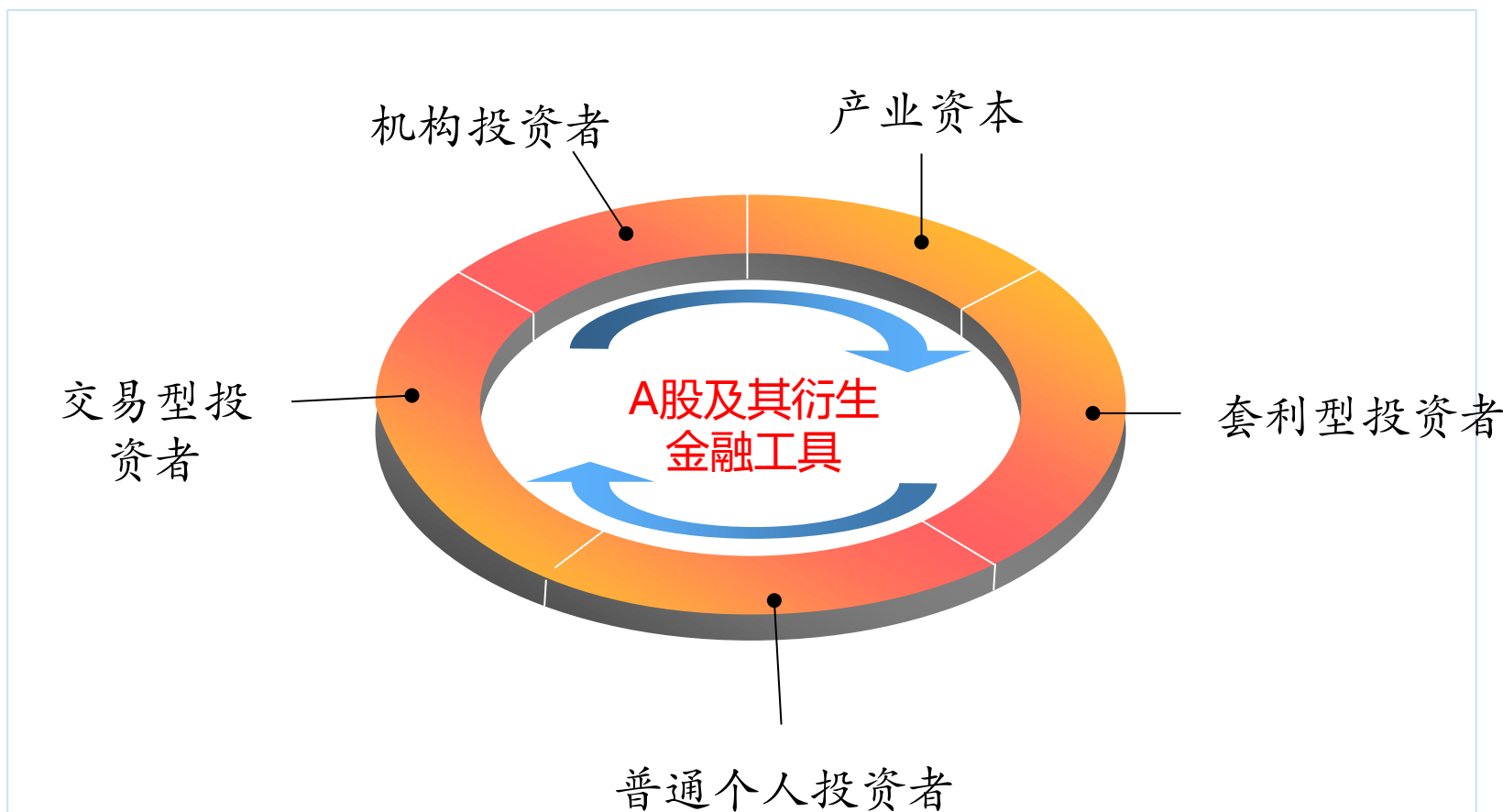
2014年8月

目录

1. 听其言不如观其行
2. 基金仓位：机构行为风向标
3. 资金流动：市场的脉搏
4. 交易情绪：买卖“吐”真言
5. 市场特征：群体行为的镜子

1.1 各类市场参与者风格迥异

- 风险偏好不同、投资期限不同、资金体量不同、参与模式不同。



资料来源：中信证券研究部

1.2 观点调查效果不佳，不如退而进行“行为”观察

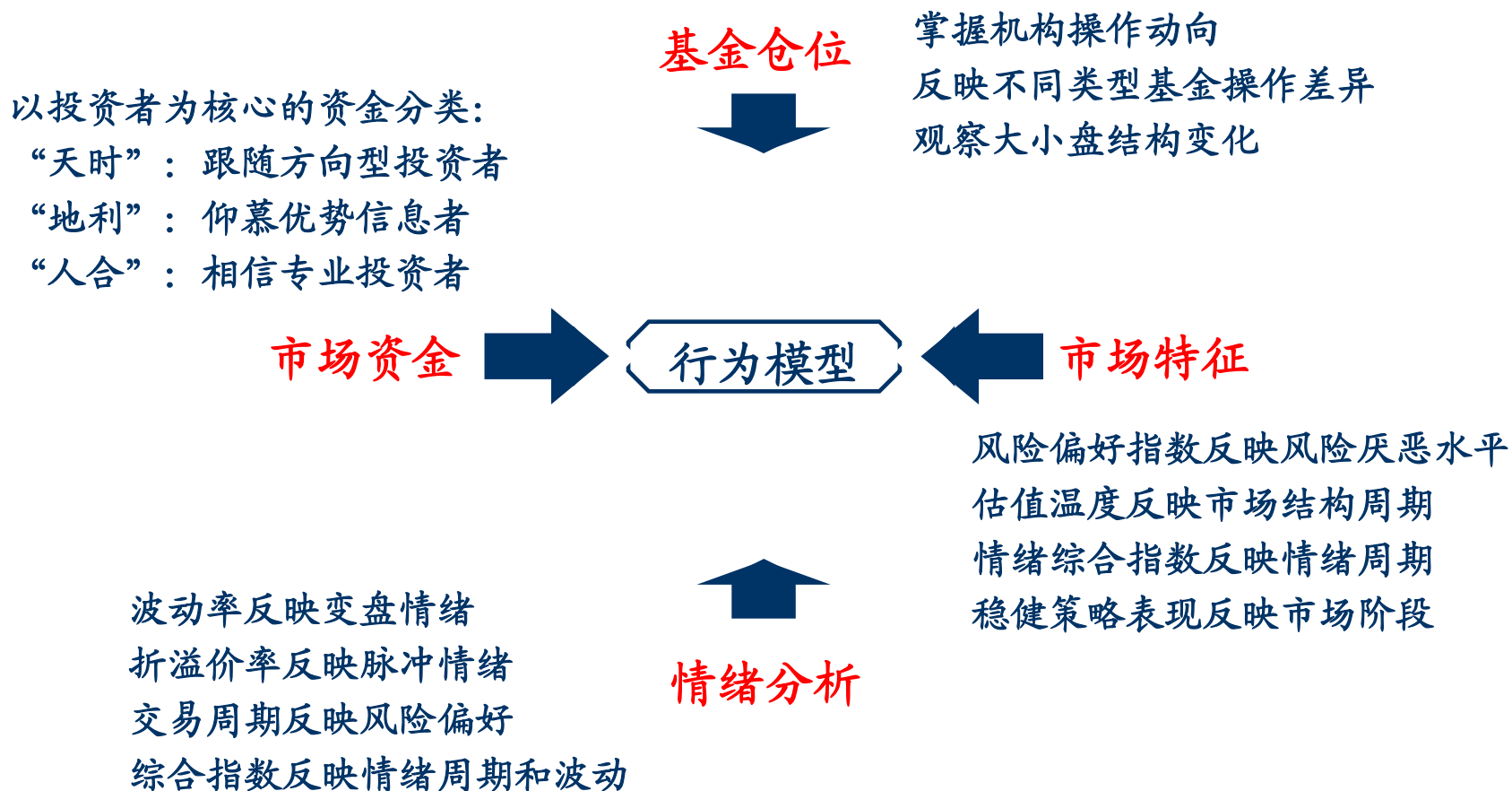
- 众多实证文献表明：问卷和打分较难表征投资者观点。
- 牛顿“忠告”：我可以测量天体的运动，但我不能测度人们的疯狂。
 - 南海泡沫（1720年）中，担任英国财务大臣的牛顿损失了两万英镑，相当于当时10年的收入。

实证检验表明简单的调查统计的可靠性不足

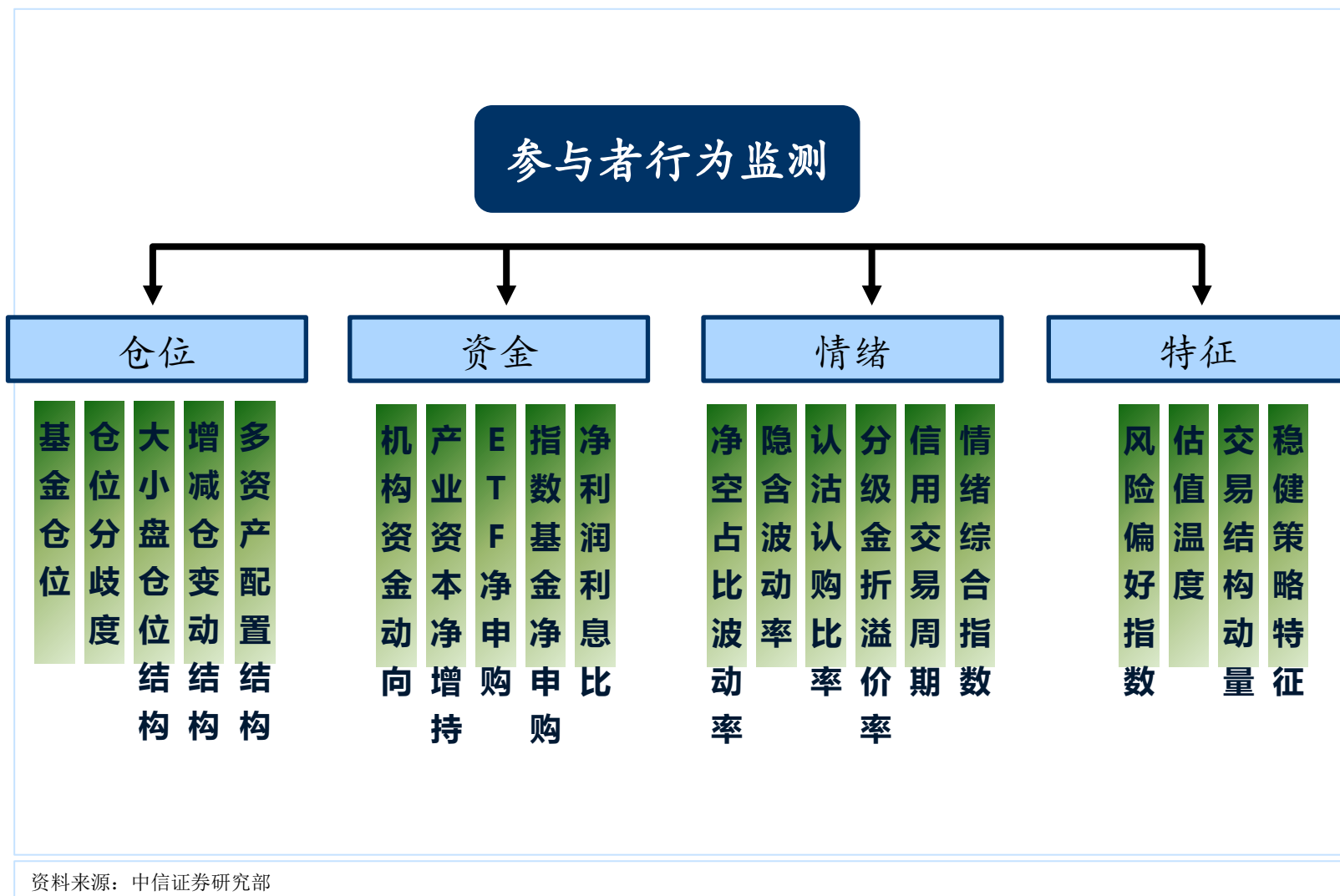
指数名称	类别	来源方式	实证文献	实证检验结论
投资者智能指数	机构投资者情绪	观点分类	Solt and Statman, 1988	不支持
			Clarke and Statman, 1998	不支持
			Fisher and Statman, 2000	不支持
			Brown and Cliff, 2004	支持
AAII指数	个体投资者情绪	多空调查	Fisher and Statman, 2000	支持
华尔街分析师情绪指数	卖方分析师情绪	观点收集	Berstein and Pradhuman, 1994	支持
			Fisher and Statman, 2000	支持
友好指数	机构投资者情绪	打分调查	Solt and Statman, 1988	不支持
			Sander, Irwin and Leuthold, 1997	支持（期货市场）
央视看盘BSI指数	卖方与咨询机构情绪	多空调查	饶育蕾、刘达锋, 2003	不支持
			王美今、孙建军, 2004	支持
中证报BSI指数	卖方与咨询机构情绪	多空调查	饶育蕾、刘达锋, 2003	不支持
好淡指数	机构投资者情绪	多空调查	程昆、刘仁和, 2005	支持

资料来源：中信证券研究部整理

1.3 以参与者行为为核心的市场监测框架



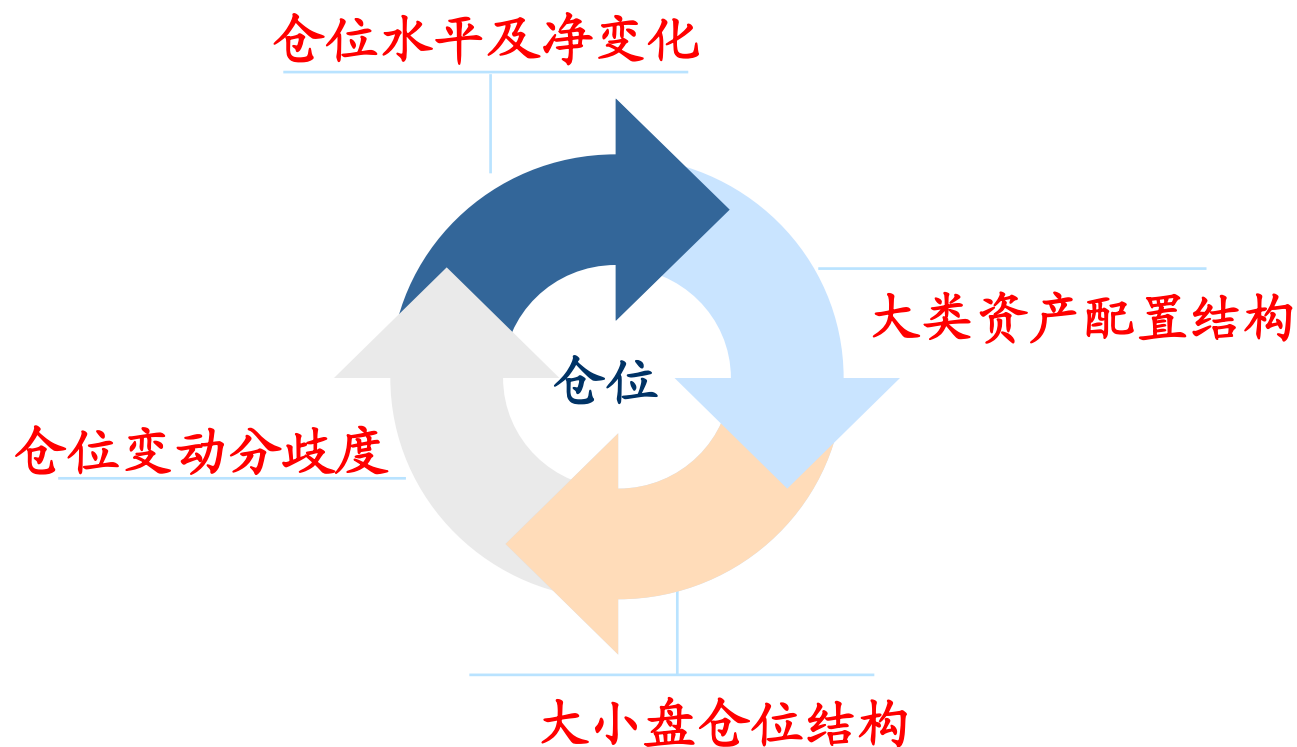
1.4 市场行为核心监测指标谱系



目录

1. 听其言不如观其行
2. 基金仓位：机构行为风向标
3. 资金流动：市场的脉搏
4. 交易情绪：买卖“吐”真言
5. 市场特征：群体行为的镜子

2.0 基金仓位是基金经理投资行为的表征



资料来源：中信证券研究部

2.1.1 中信证券基金仓位监测：估计方法选择

■ 基金持仓组合P

- 股票S、债券B、现金C
- 假设：忽略现金部分，股票仓位a，则债券仓位1-a



$$r_p = a * r_s + (1 - a) * r_b$$

可以通过回归统计量对效果进行控制
震荡市线性趋势不明显时效果不好

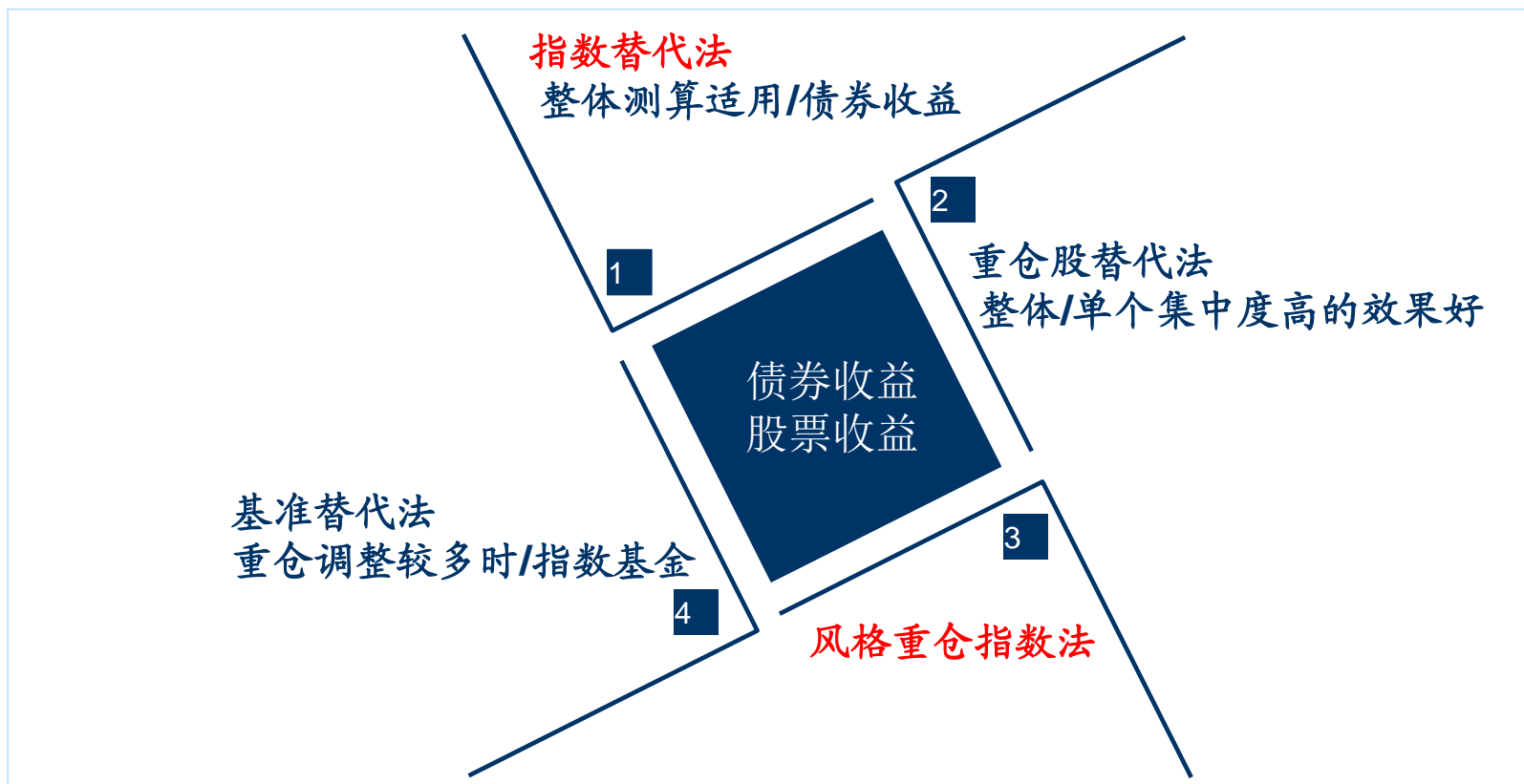
$$Var(r_p) =$$

$$Var(a * r_s + (1 - a) * r_b)$$

通常情况估计波动较大
震荡市中波动率估计效果更好

2.1.2 中信证券基金仓位监测：收益代理选择

- 确定估计方法之后最为重要的就是确定不同资产的收益，尤其是股票头寸

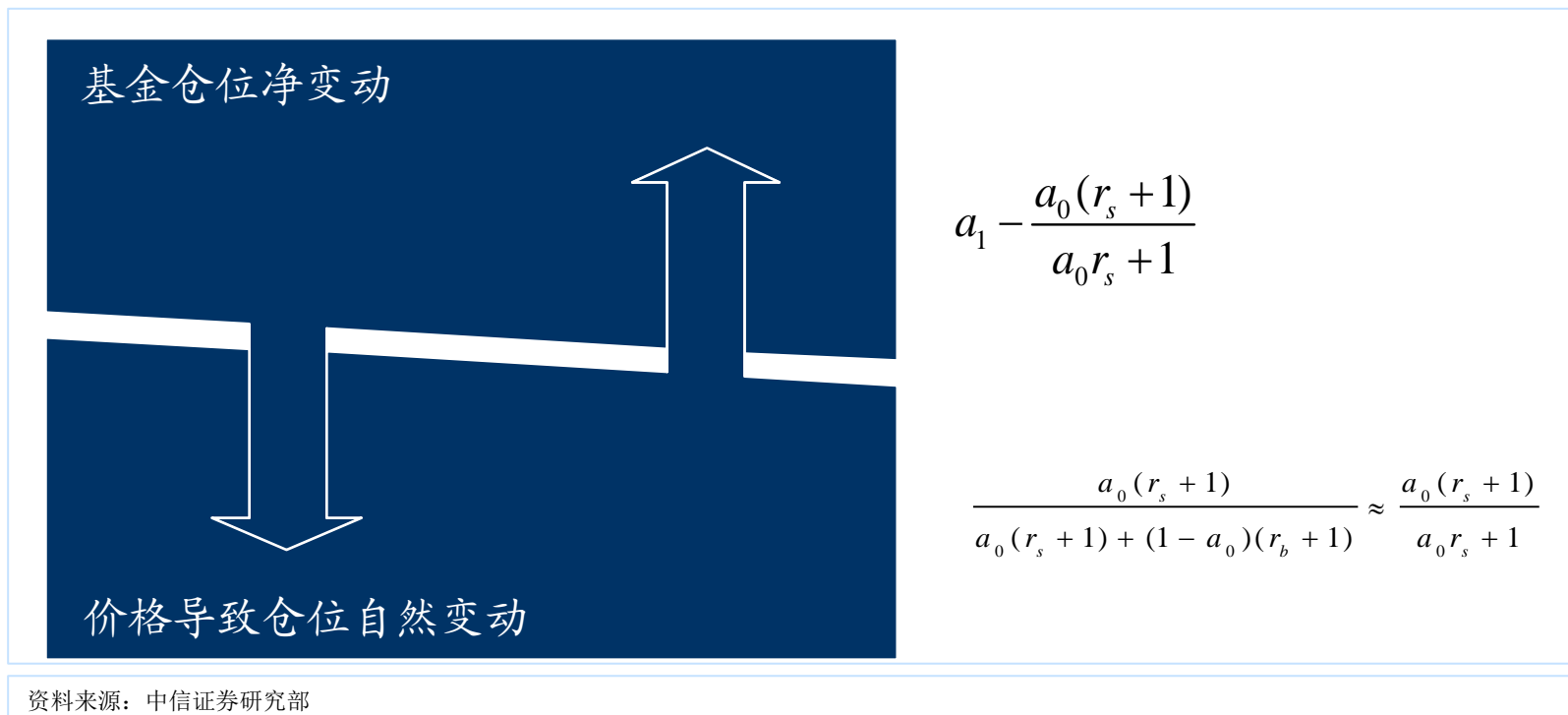


资料来源：中信证券研究部

2.1.3 中信证券基金仓位监测：仓位变动原因

■ 基金仓位变动原因分析

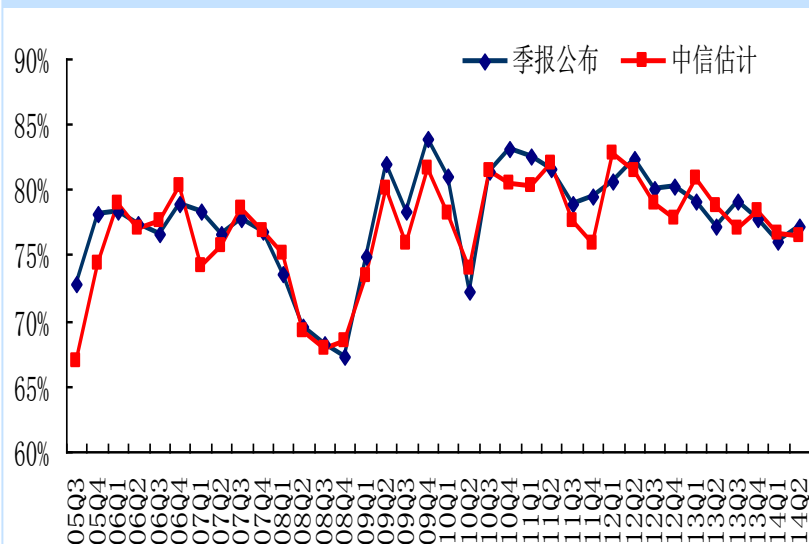
- 股票S、债券B价格变动幅度不同导致仓位自然变化
- 基金主动调整组合导致仓位变动，我们称为净变动



2.2 仓位估算准确度高，误差呈下降趋势

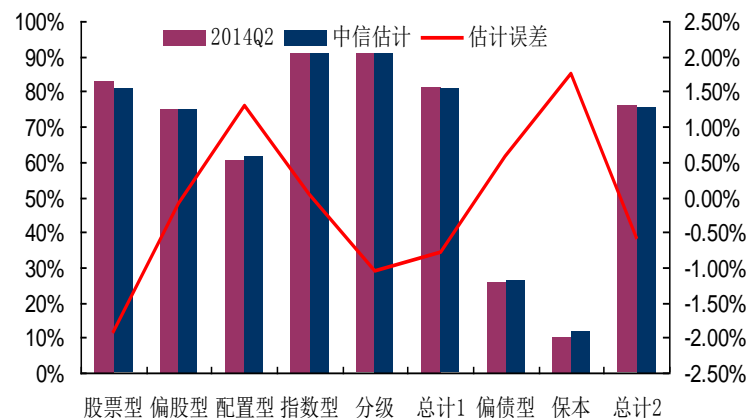
- 仓位估算样本总体误差在1%以内，07年二季度以来由于采用了更加适用的模型，误差呈下降趋势。
- 距离2014年一、二季度，全部样本基金平均仓位误差分别为0.62%、0.60%。

中信证券基金仓位精度分析



数据来源：中信量化投资分析系统

2014年二季度末披露仓位与中信估计仓位对比

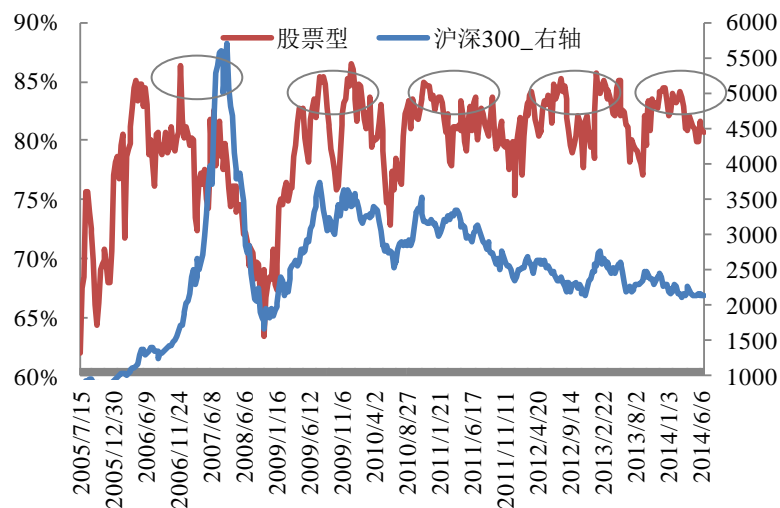


数据来源：中信量化投资分析系统

2.3.1 峰、谷值拐点意义强

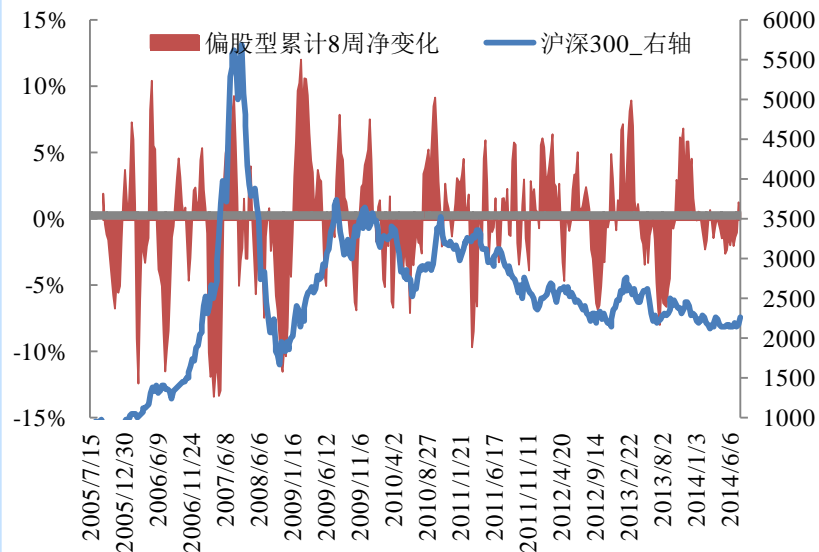
- 股票型基金仓位：达到85%是周期高风险区域。
- 偏股型仓位累计8周净变化：±5%是反转警示点。

股票型样本基金历史测算仓位



数据来源：中信量化投资分析系统

偏股型基金累计8周仓位净变化

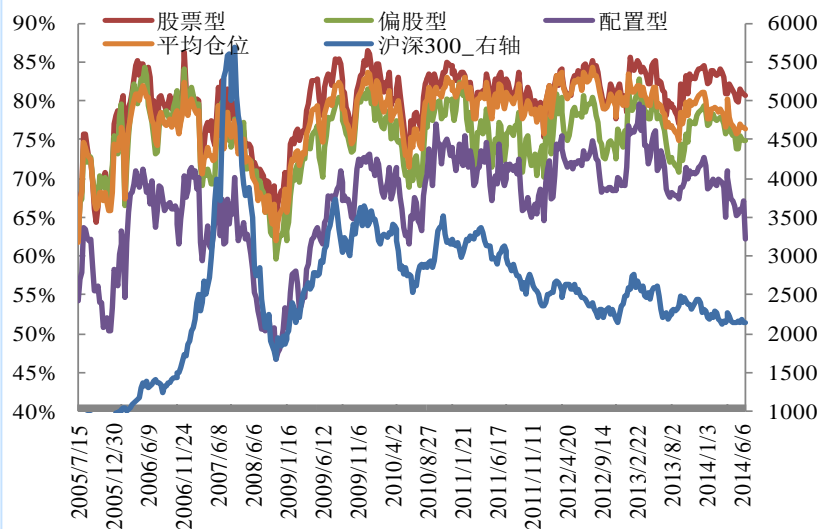


数据来源：中信量化投资分析系统

2.3.2 按类型看分化，分结构辨偏好

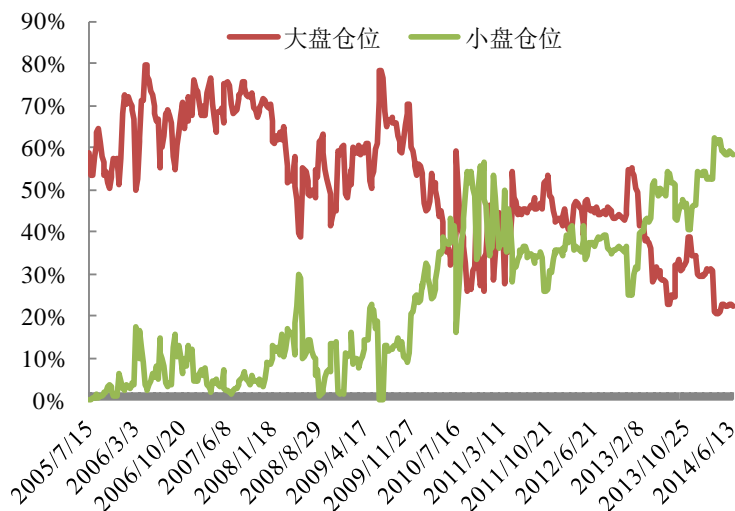
- 不同类型基金：股票型仓位波动下降，配置型、混合型操作参考价值提升。
- 大小盘结构：反映机构风格偏好，目前小盘仓位处于历史最高点。

各类基金历史测算仓位走势



数据来源：中信量化投资分析系统

大小盘仓位结构揭示风格风险

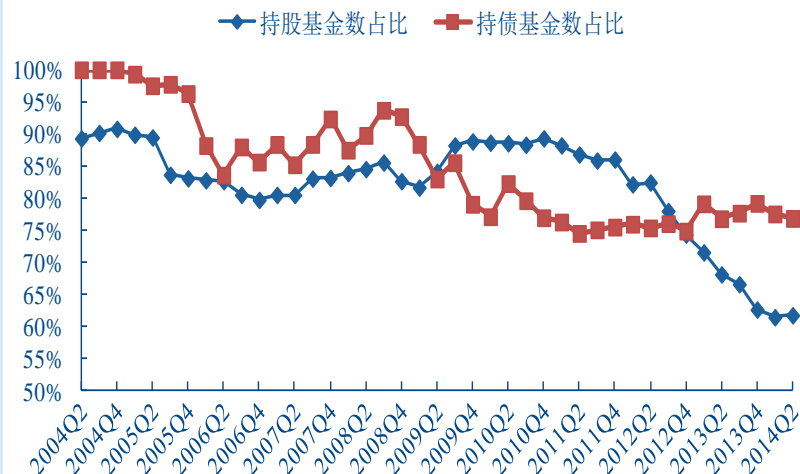


数据来源：中信量化投资分析系统

2.4 大类资产配置结构

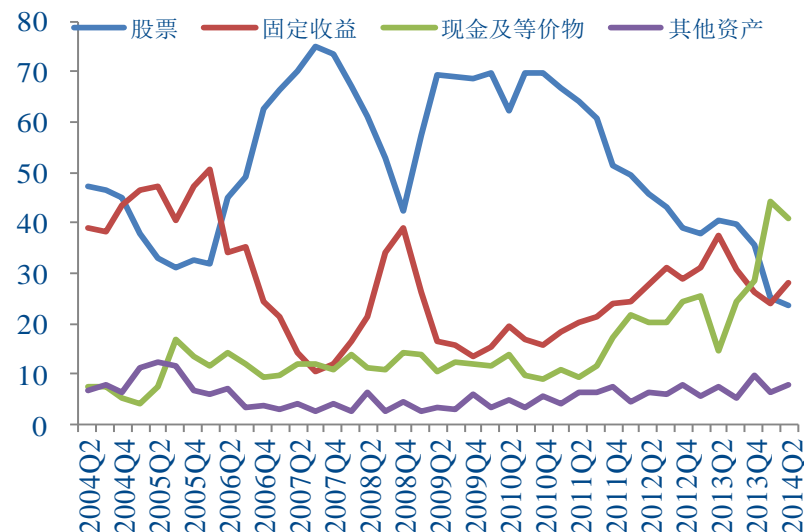
- **2014Q2：持股票资产的基金数量比例及股票资产仓位创历史新低。**
- 货币资产仓位开始下降，股、债或迎来时机。

持股、持债基金数量占比



数据来源：中信量化投资分析系统

大类资产仓位结构

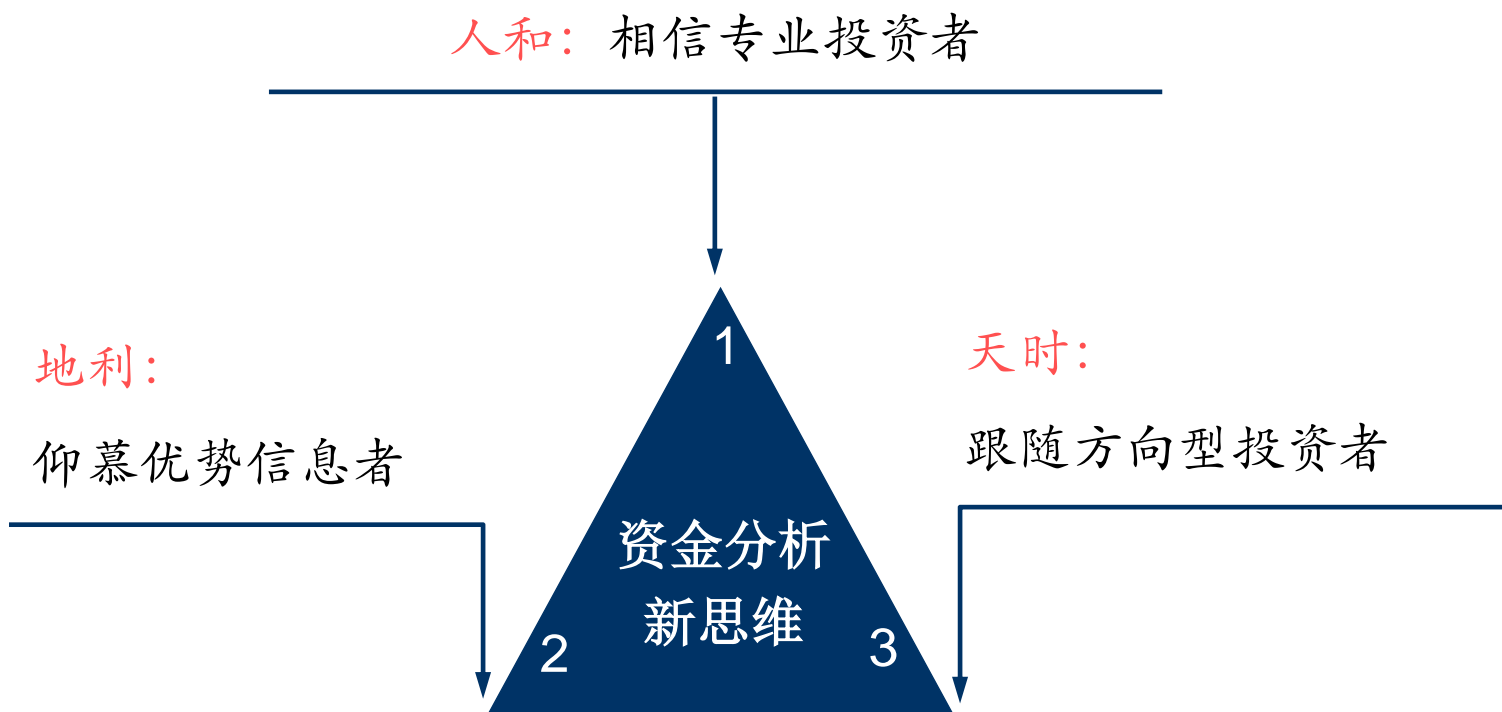


数据来源：中信量化投资分析系统

目录

1. 听其言不如观其行
2. 基金仓位：机构行为风向标
3. 资金流动：市场的脉搏
4. 交易情绪：买卖“吐”真言
5. 市场特征：群体行为的镜子

3.0 把脉市场：从资金流动角度研判市场走势

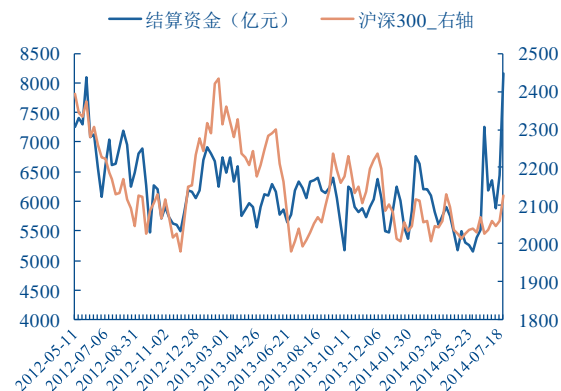


资料来源：中信证券研究部

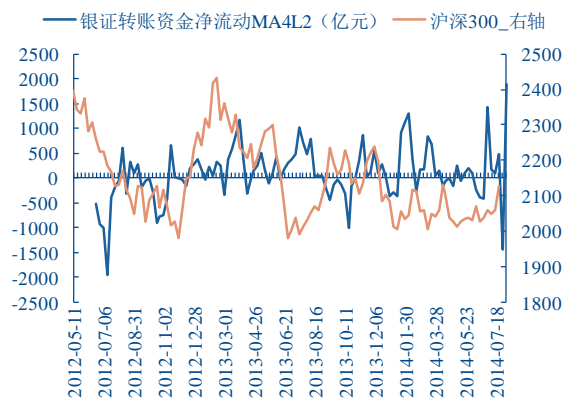
3.1 专业机构资金：银证资金大幅净流入，机构逆势减持

- 非第三方存管（专业机构）资金流入=第三方存管结算资金变化-银证转账净额+市场摩擦损耗。
- 6月份机构资金大幅净流入，6月下旬银证转账资金开始大幅流入，普通投资者情绪大幅提升，7月份机构资金趁热减持。

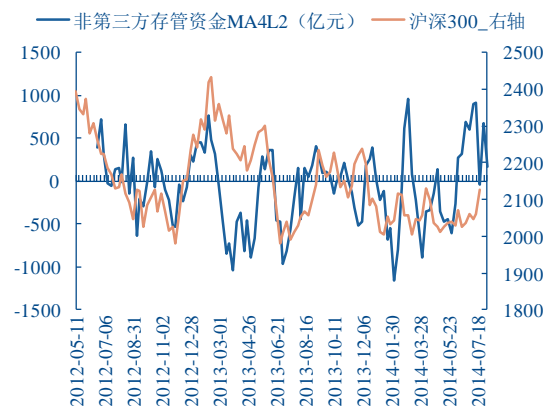
证券结算资金余额



银证转账资金累计四周净流动



非第三方存管资金累计四周净流动



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

3.2 产业资本：净增减持市值模型看多，综合模型无信号

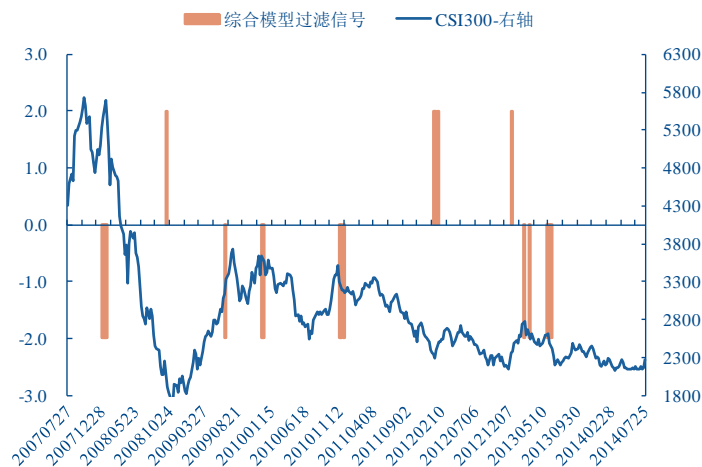
- 公司型股东的净增持次数、净增持额度极值对于市场拐点揭示意义均较强。
- 公司增持后需要6个月以上的持仓期，信号意义强；增减持额度较大同时对市场产生正向资金冲击作用。
- 极值为95%分位数以上或5%分位数以下的值。

公司型股东净增持市值多空信号模型



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

公司型股东市值、笔数综合多空信号模型

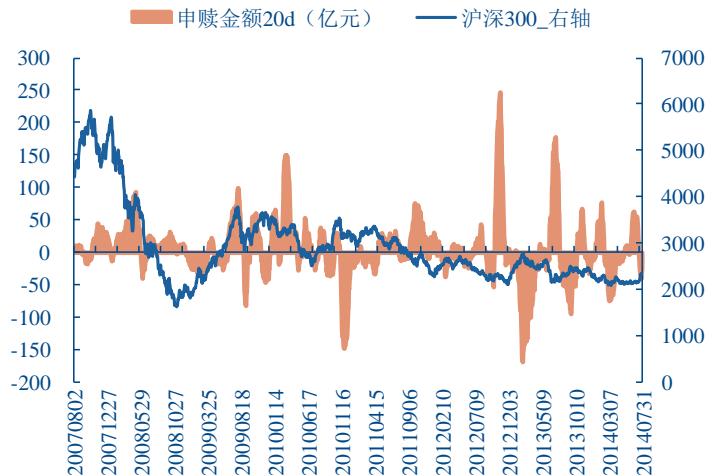


资料来源： 中信证券量化投资分析系统

3.3 交易型资金：7月底净赎回

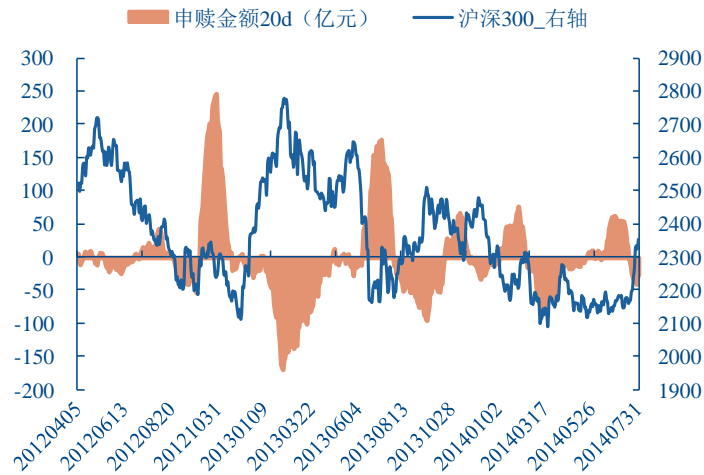
- **ETF规模1500亿元，指数基金市场占比54%。**
- **ETF申赎、交易便利，可实现变相T+0交易，是交易型投资者的便利工具。每日公布份额变化，数据可得性好。**
- **2014年7月初20日累计净申购63亿元，7月底呈净赎回状态。**

股票ETF净申赎vs.沪深300（长期）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

股票ETF净申赎vs.沪深300（近期）

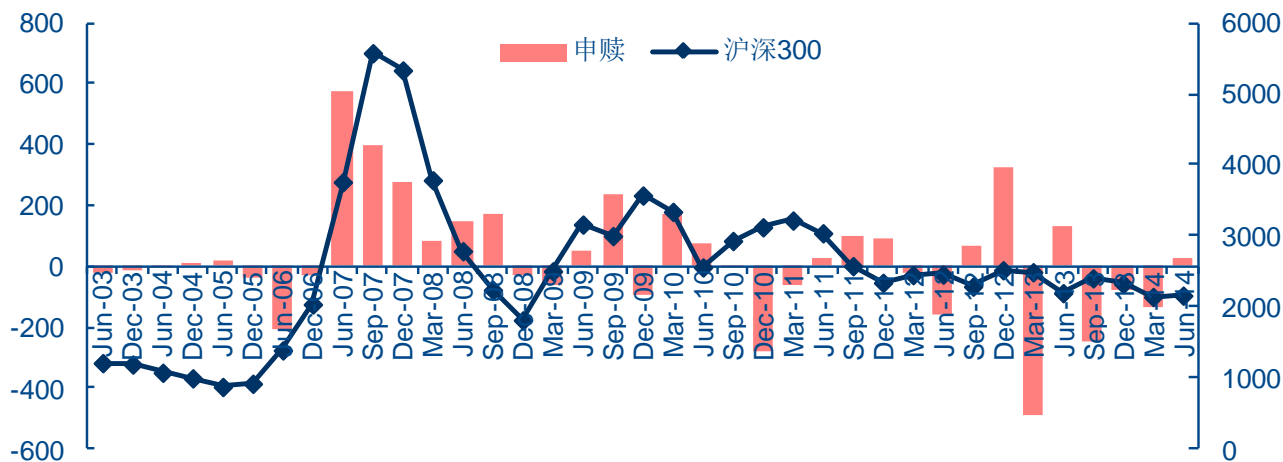


资料来源：中信证券量化投资分析系统

3.4 配置型资金：继三个季度净赎回之后现净申购

- 2008年二、三季度，2010年一、二季度，2011年三、四季度，2012年三季度，市场下跌，甚至是前期持续下跌，但是指数基金大幅净申购，之后的一两个季度，甚至更长市场行情都比较好。
- 2013年有三个季度净赎回，一季度赎回在暴跌前夜，另外就是2013年度状况反映了保险等资金开始由通过公募基金指数化投资向自我管理指数化的转变。
- 近期，连续三季赎回局面改观，2014年二季度，净申购26亿元。

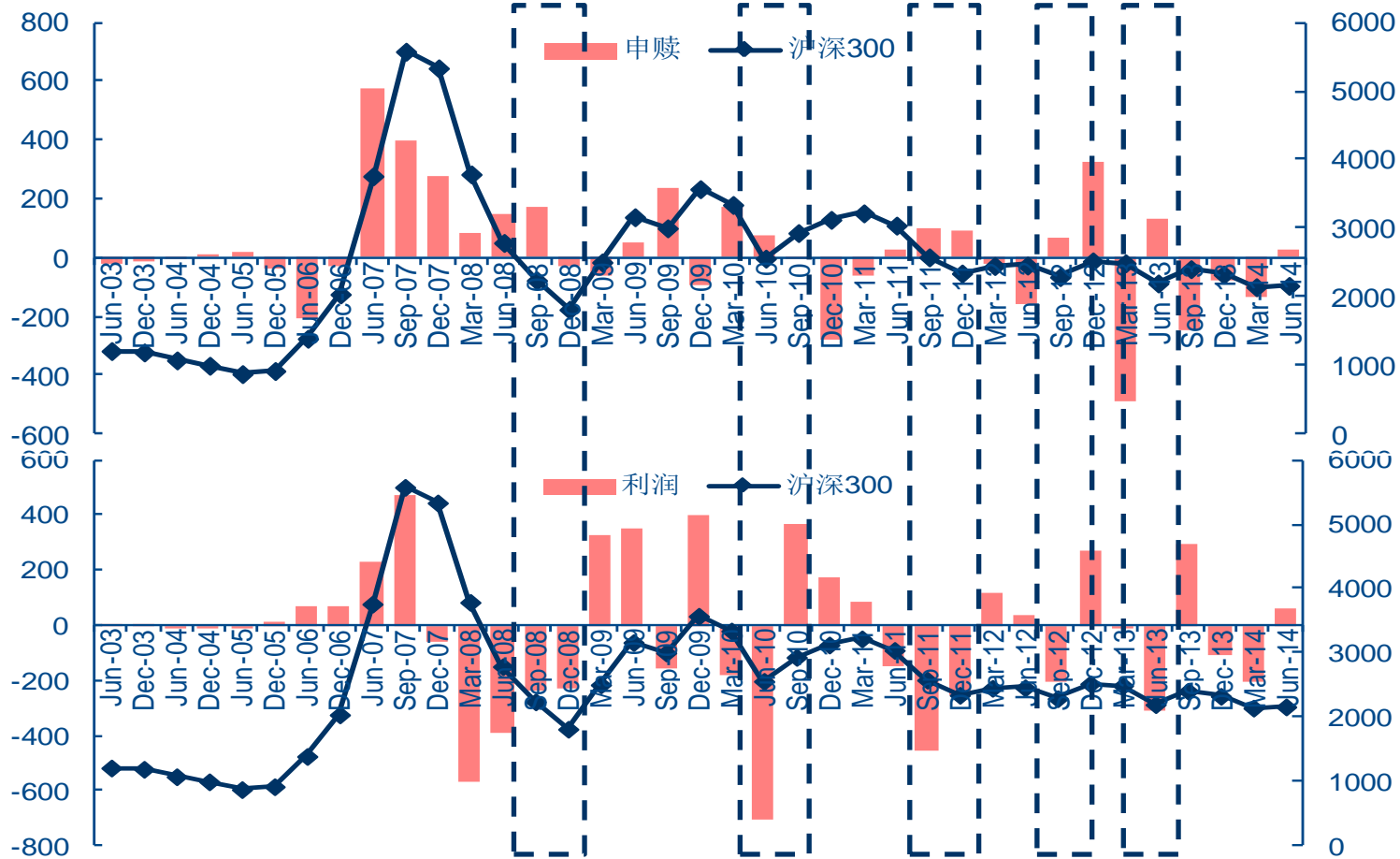
指数型基金季度申赎额度Vs.沪深300



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

3.4 配置型基金：不要忽视配置型投资者的意见

指数型基金季度申赎额度Vs.沪深300

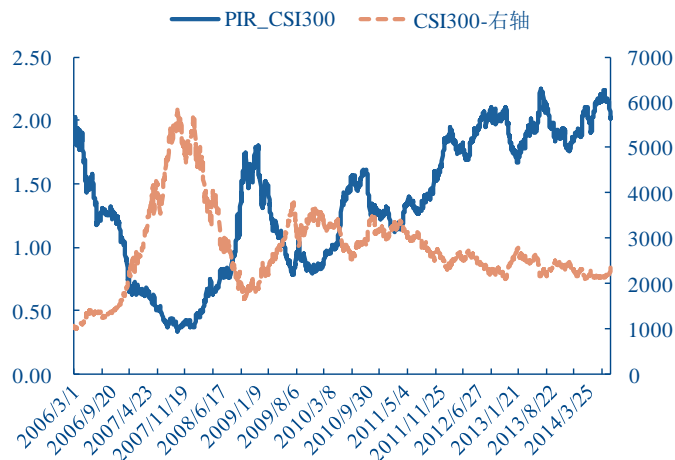


资料来源：中信证券数量化投资分析系统

3.5 长线资金：利多大盘、利空创业板

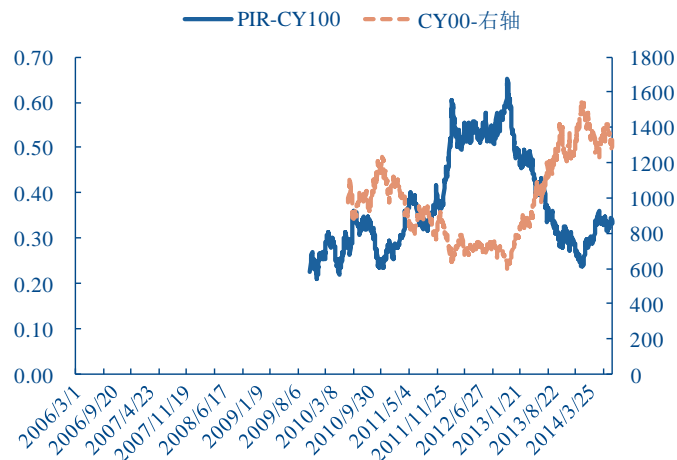
- 利润利息比模型：反映机会成本，比较股、债相对投资价值，预判长线资金动向。
- 目前沪深300大盘板块处于长期价值区域，而创业板处于风险区域。

利润利息比vs.沪深300



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

利润利息比vs.创业板指



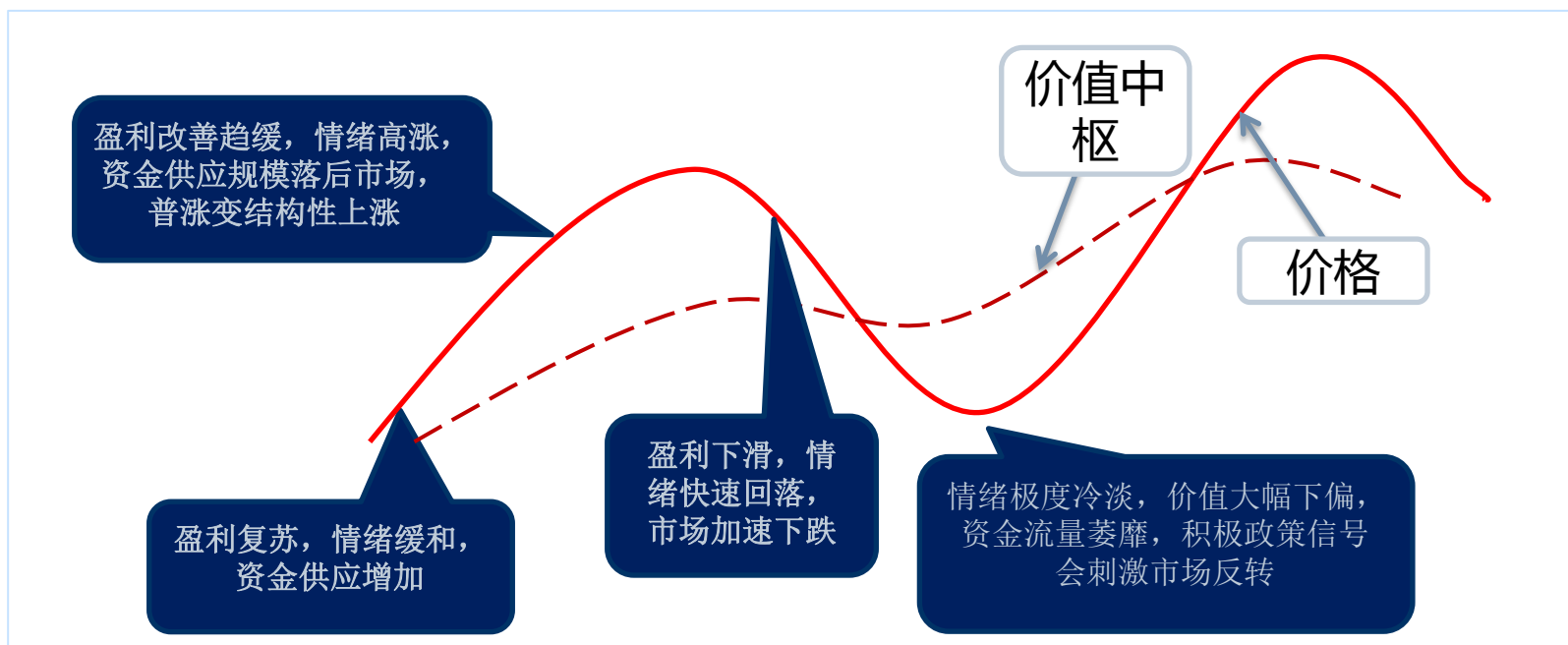
资料来源： 中信证券量化投资分析系统

目录

1. 听其言不如观其行
2. 基金仓位：机构行为风向标
3. 资金流动：市场的脉搏
4. 交易情绪：买卖“吐”真言
5. 市场特征：群体行为的镜子

4.0 春江水暖鸭先知—交易情绪对市场的影响不容忽视

- 业绩和风险因素只是中枢，底部或顶部需要考虑其他因素
 - 中枢：业绩+估值；价格=业绩+风险补偿+情绪
- 情绪是市场对各种信息消化后的“不良反应”
 - 顶部：多空力量对比的反转；底部：过度冷淡后观察刺激信号

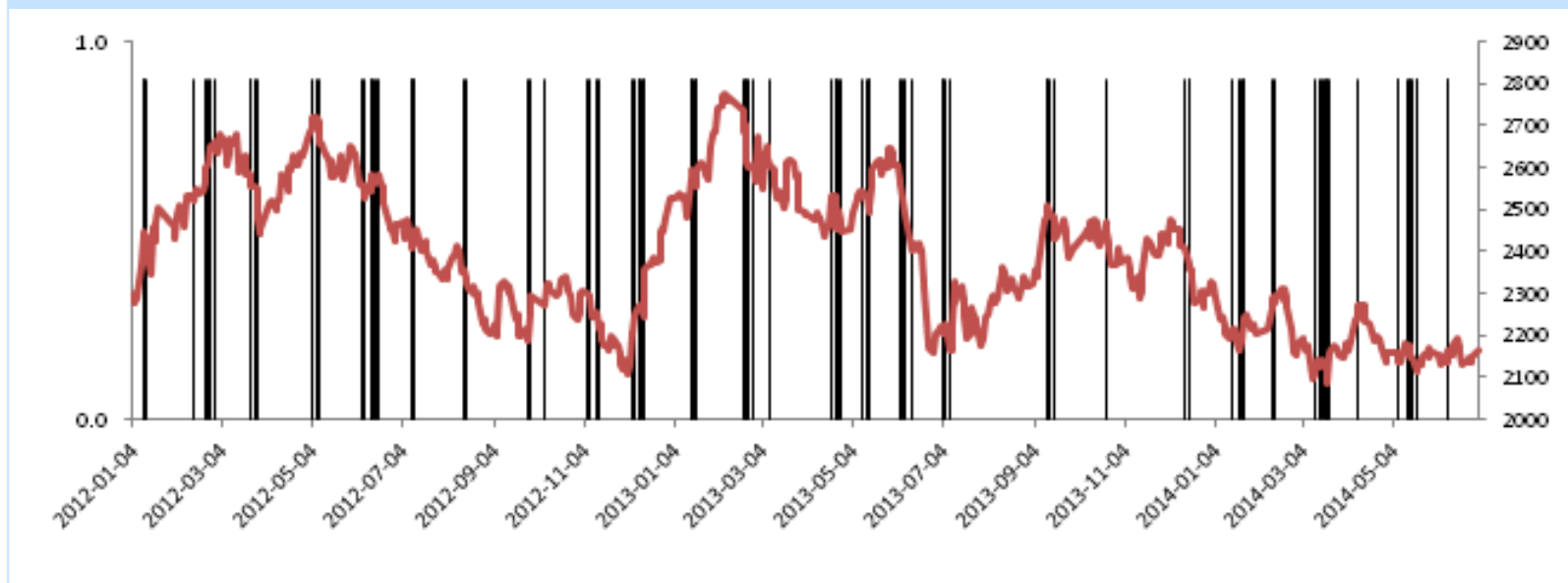


资料来源：中信证券研究部

4.1.1 波动率：预期变化的“脉搏”（期货）

- 前20期货公司净空仓占比的波动率反映了期货操作的异常行为冲击
- 主要信号价值：变盘预测能力、顶部底部确认能力

前20期货公司净空占比波动率构建信号图

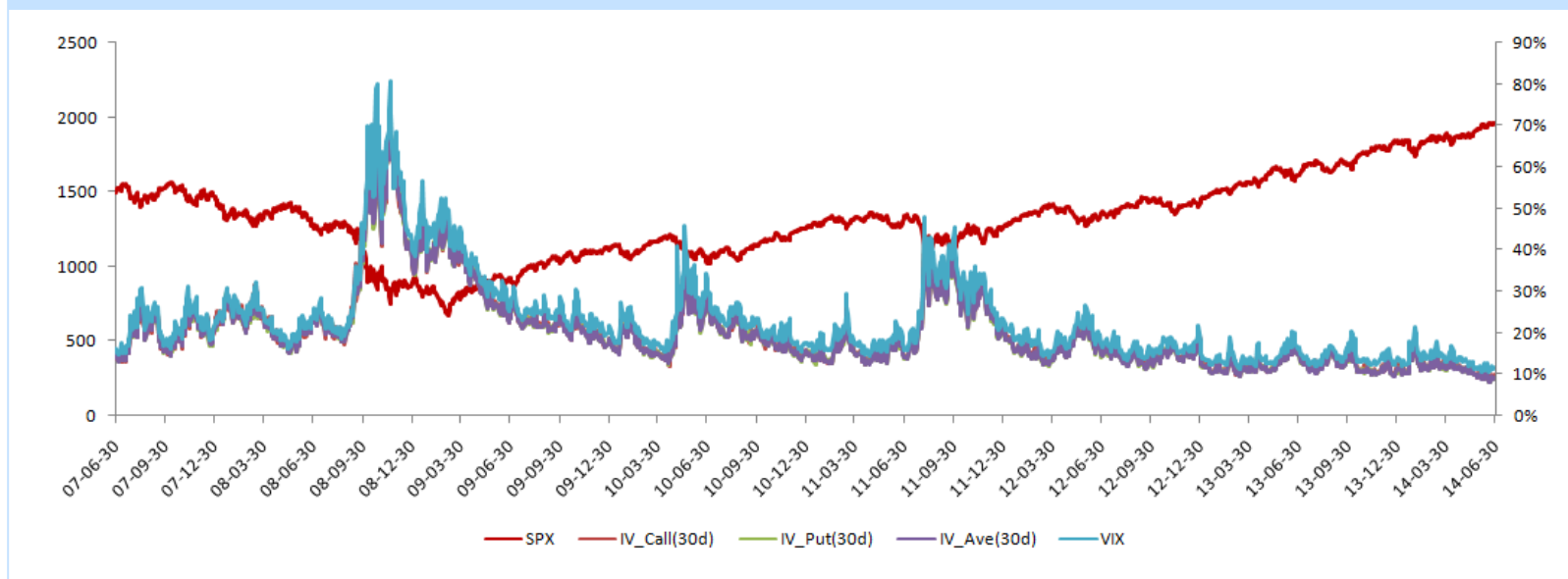


资料来源： 中信证券量化投资分析系统

4.1.2 波动率：预期变化的“脉搏”（期权）

- 波动率指数代表了投资者愿意为预期的风险所承担的成本，而波动率最终通过期权价格来反映。
- 波动率指数和市场表现一般具有负相关的关系。当VIX指数快速上升时，标普指数处于快速下跌过程中，在标普指数上涨过程中，VIX指数逐步走低。

VIX、隐含波动率vs.标普500

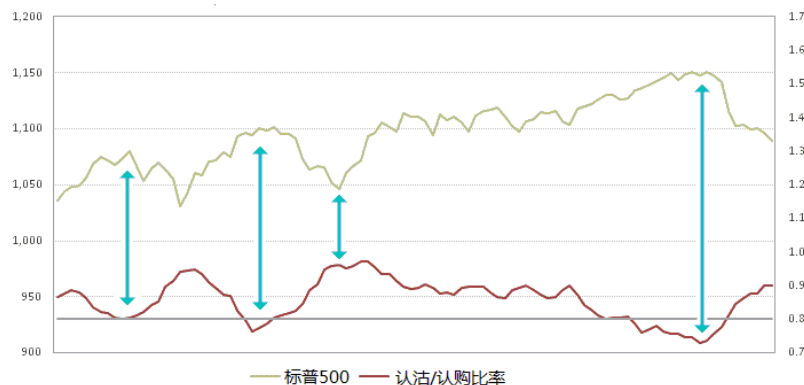


资料来源：Bloomberg 中信证券量化投资分析系统

4.1.3 波动率：预期变化的“脉搏”（期权）

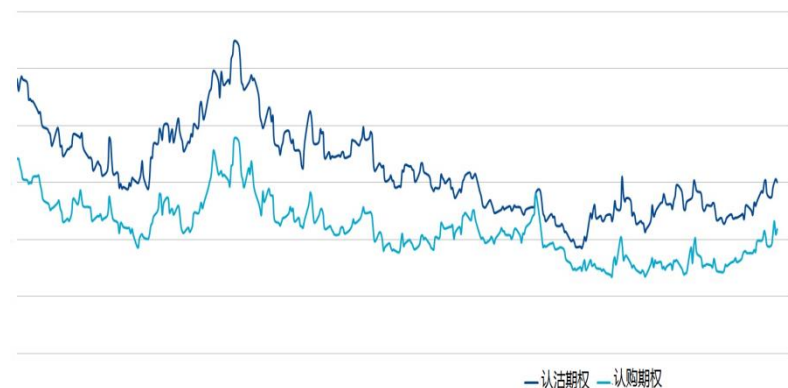
- 认沽-认购比率：期权看跌看涨比率，即看跌期权与看涨期权的交易量或者成交金额之比。重要的合约是平价期权。在实际应用中，看跌看涨比率通常被作为市场反向指标使用。
- 隐含波动率：反映市场预期，类似VIX指数。

认沽-认购比率



资料来源：Bloomberg，中信证券量化投资分析系统

认购-认沽隐含波动率

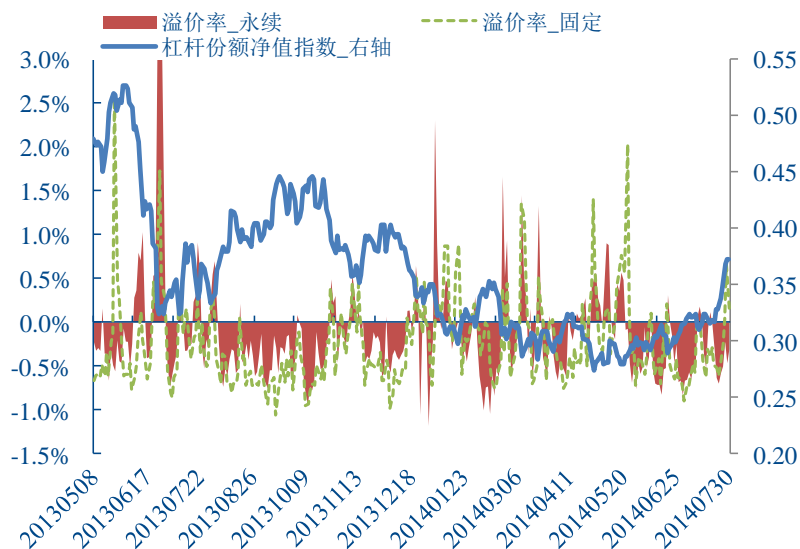


资料来源：Bloomberg，中信证券量化投资分析系统

4.2.1 杠杆交易（价）：折溢价率体现后市风险程度

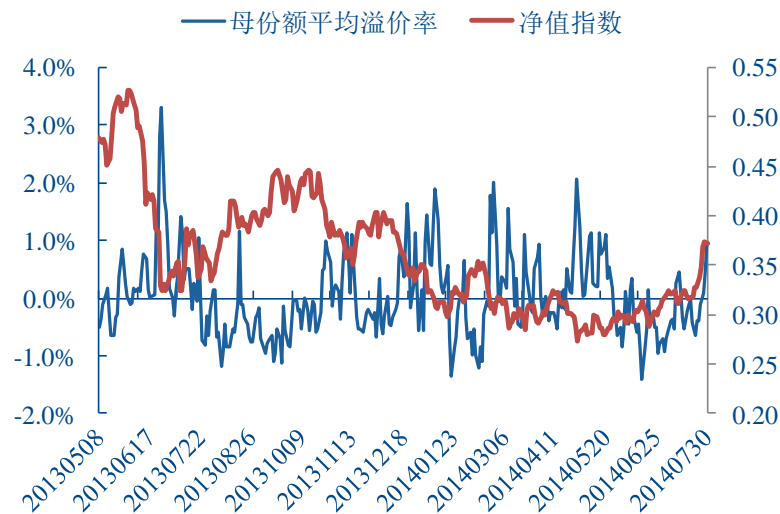
- 选取代表性指数分级基金，通过整体折溢价率、平均折溢价率变化反映分级基金市场投资者对后市的观点。

整体法折溢价率历史走势



资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

平均法折溢价率历史走势

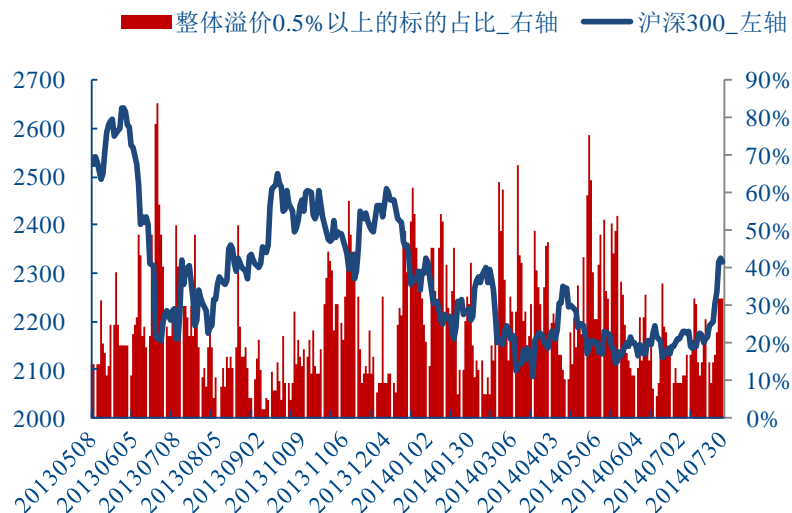


资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

4.2.2 杠杆交易（量）：溢价资产规模为辅

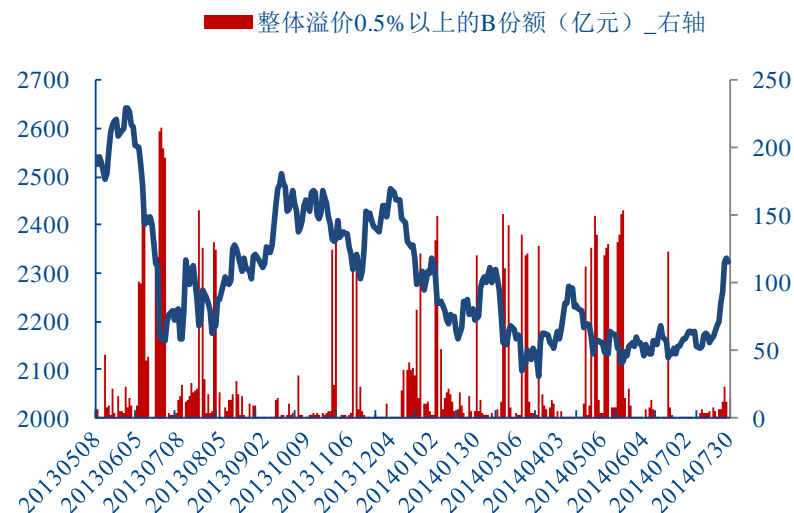
- 使用全样本，通过处于溢价套利空间的分级基金数量占比和市值占比反映投资者后市预期，作为过滤样本折价率指标的补充。

显著溢价标的数量占比



资料来源：中信量化投资分析系统

显著溢价标的市值规模

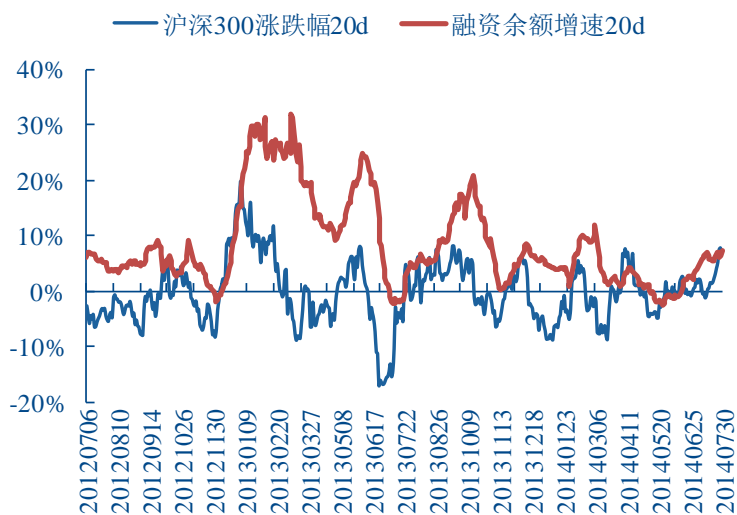


资料来源：中信量化投资分析系统

4.3 信用交易周期：风险偏好的时间跨度

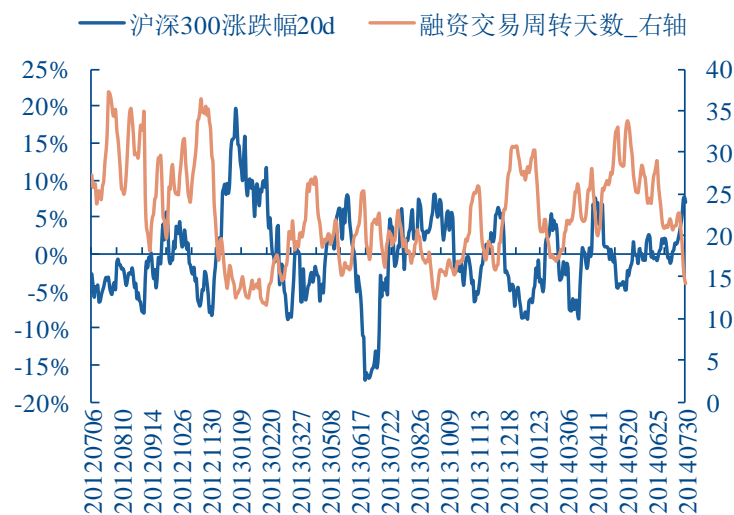
- 融资交易本身非但不领先市场，而且受市场的滞后影响
- 信用交易周期，即加杠杆的平均时间跨度，反映了信用交易者愿意承担杠杆风险的时间跨度，是较好的反向指示指标。

融资余额增速vs. 沪深300涨跌幅



资料来源：中信证券量化投资分析系统

融资周期vs. 沪深300涨跌幅

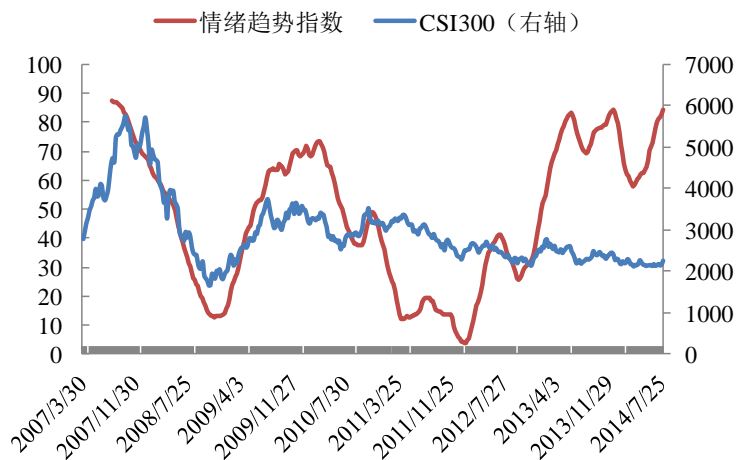


资料来源：中信证券量化投资分析系统

4.4 情绪指数：趋势指数反映周期、波动指数反映变化

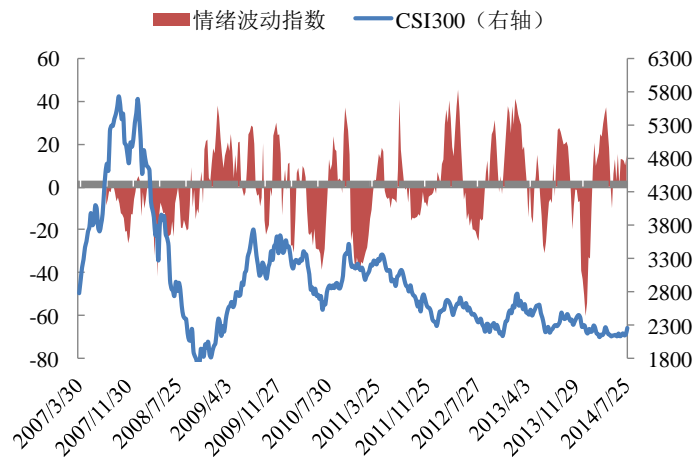
- 趋势指数：形成情绪周期，反映市场结构周期变化，当前处于顶部区域，意味着创业板、中小板高企的风格结构风险。
- 波动指数：波动指数的变化方向表征风险偏好的走向，由负值区域向正值区域穿越0点时是底部拐点信号，相反，是顶部拐点信号。

情绪综合指数-趋势指数



资料来源：中信证券量化投资分析系统

情绪综合指数-波动指数



资料来源：中信证券量化投资分析系统

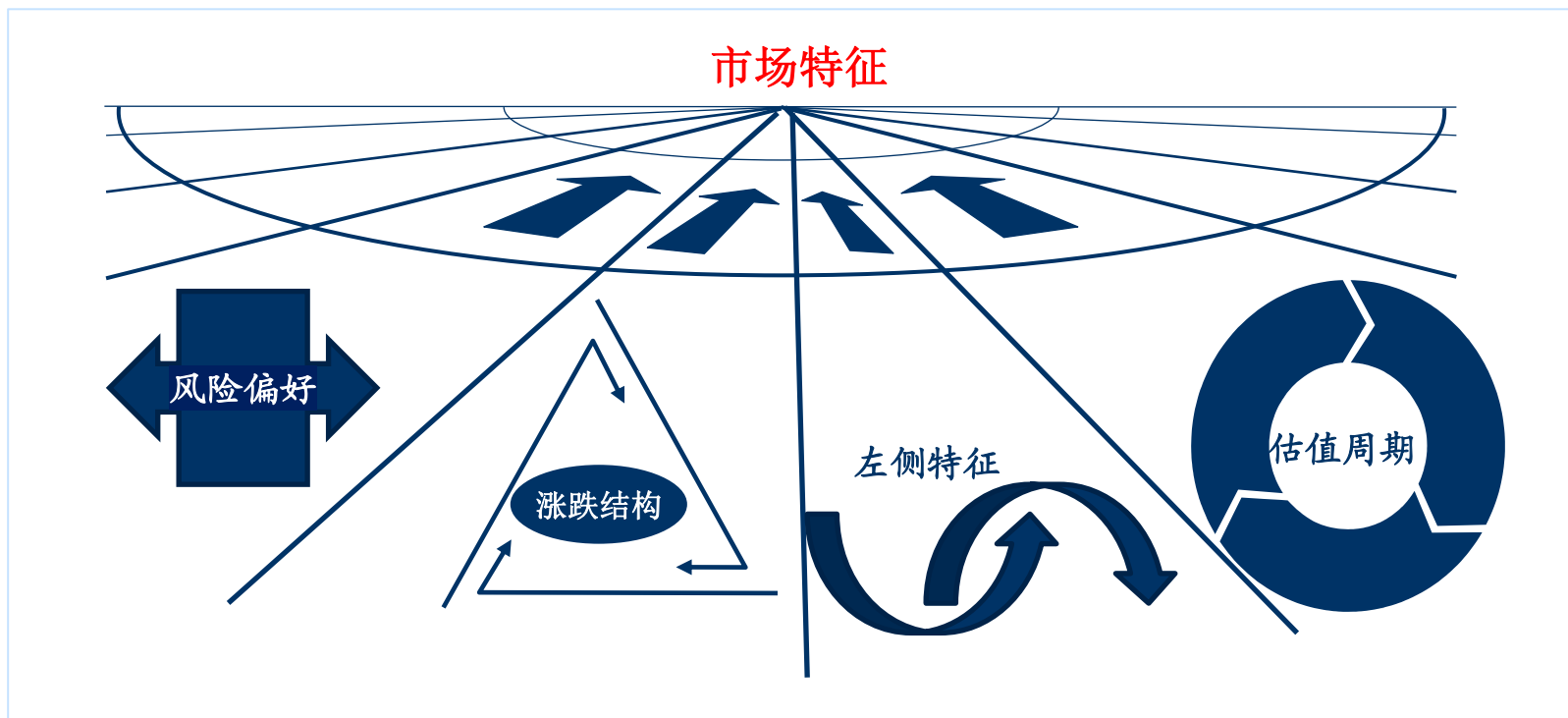
目录

1. 听其言不如观其行
2. 基金仓位：机构行为风向标
3. 资金流动：市场的脉搏
4. 交易情绪：买卖“吐”真言
5. 市场特征：群体行为的镜子

5.0 市场特征就是市场参与者群体行为的“镜子”

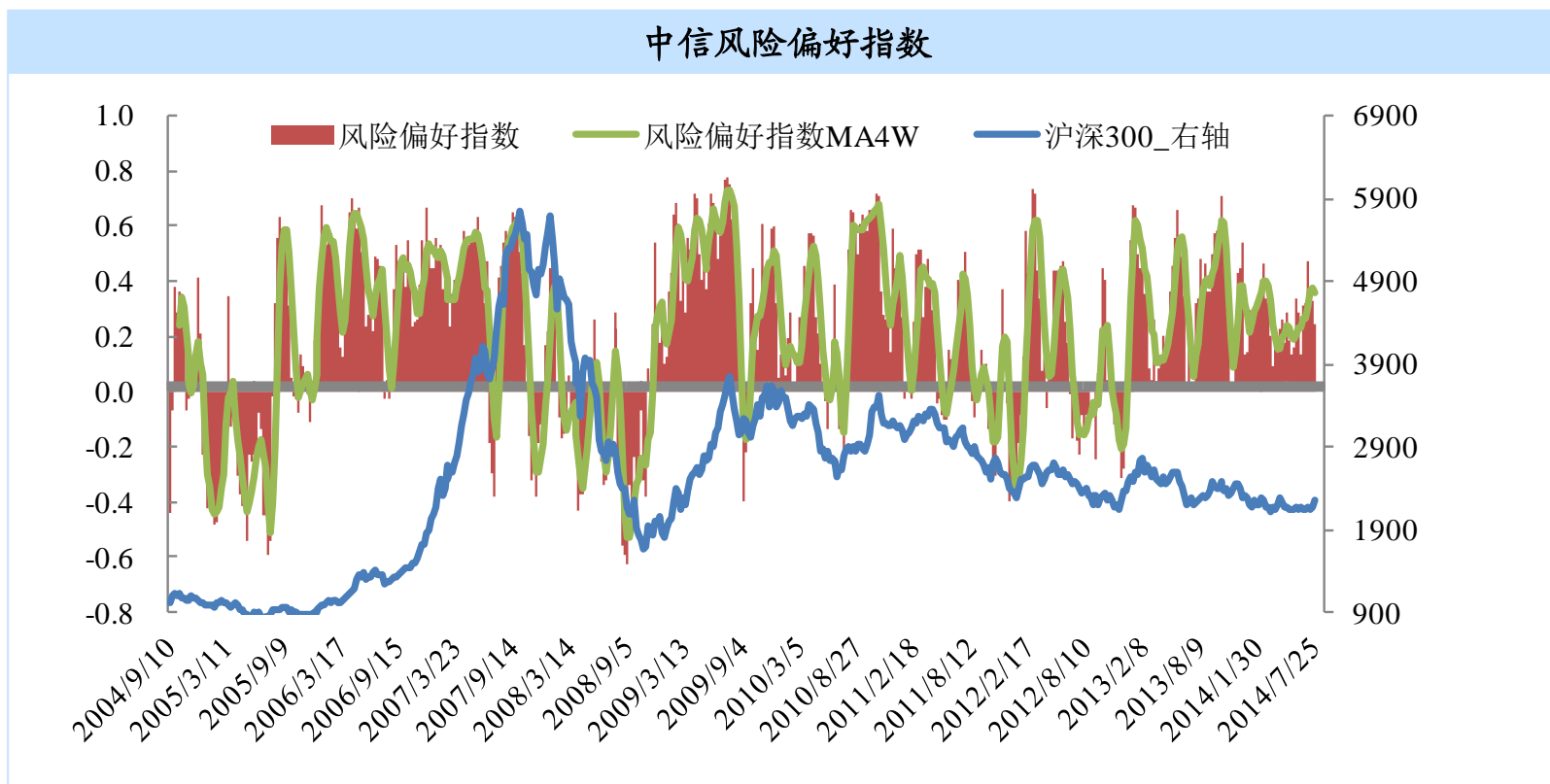
■ A股市场具有独特的群体行为特征

- 涨跌结构特征、板块结构特征突出；风险偏好变化大；拐点风格独特



5.1 风险偏好指数：乐观趋势状态或将终结

- 风险偏好指数：波动率与收益率之间的相关性水平，反映投资者的风险厌恶程度。

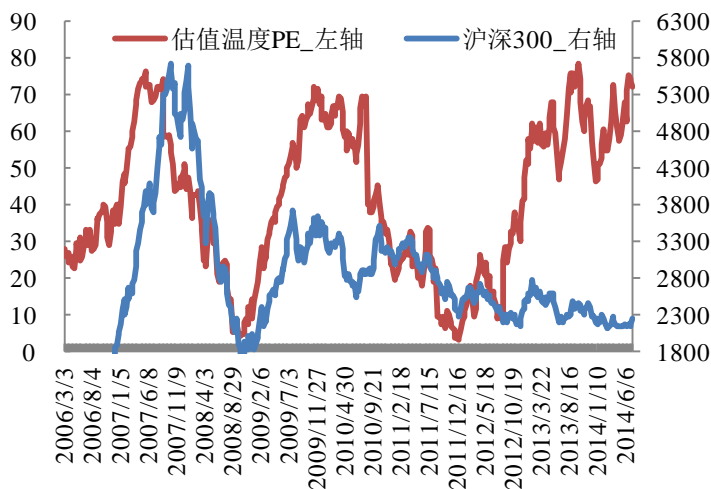


资料来源： 中信证券量化投资分析系统

5.2 估值温度：反映市值板块结构性周期变化

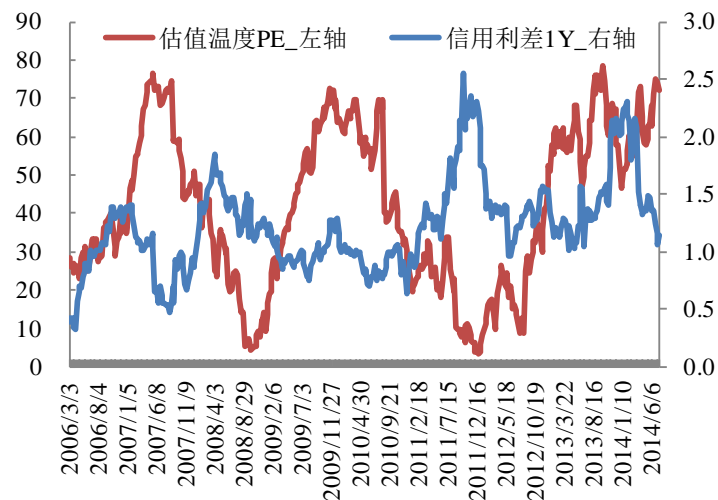
- 估值温度：中信二级行业的平均估值分位数水平。反映市场结构周期，估计温度上行，有结构板块牛市，下行，有结构板块风险释放。估值温度过高、过低，意味着结构性拐点区域的形成。

估值温度（基于PE）vs. 沪深300



资料来源： 中信证券量化投资分析系统

估值温度vs. 信用利差1Y

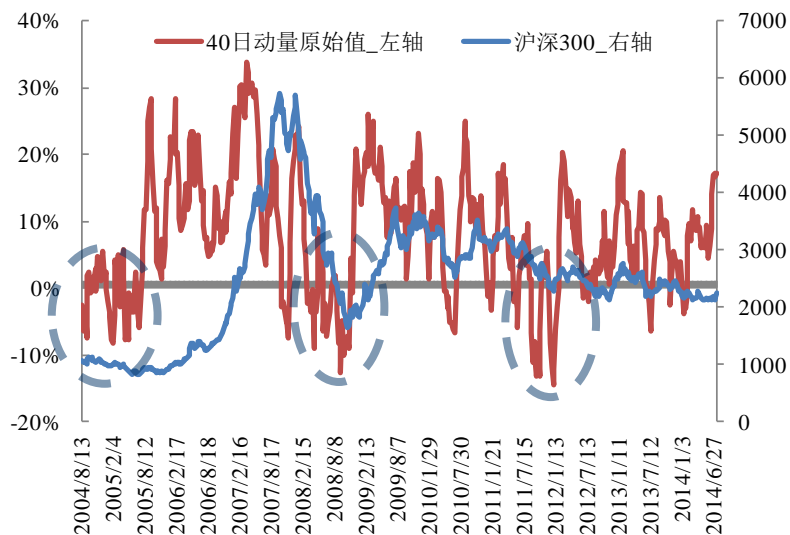


资料来源： 中信证券量化投资分析系统

5.3 交易结构动量：涨跌结构中隐含着市场周期特征

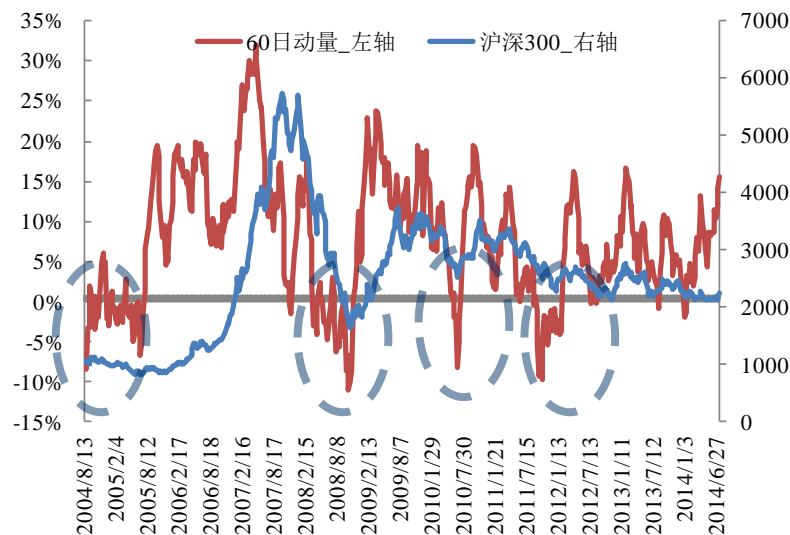
- 结构动量：300成分股涨跌数量占比之差移动累计。

40日结构动量vs.沪深300



资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

60日结构动量vs.信用利差1Y

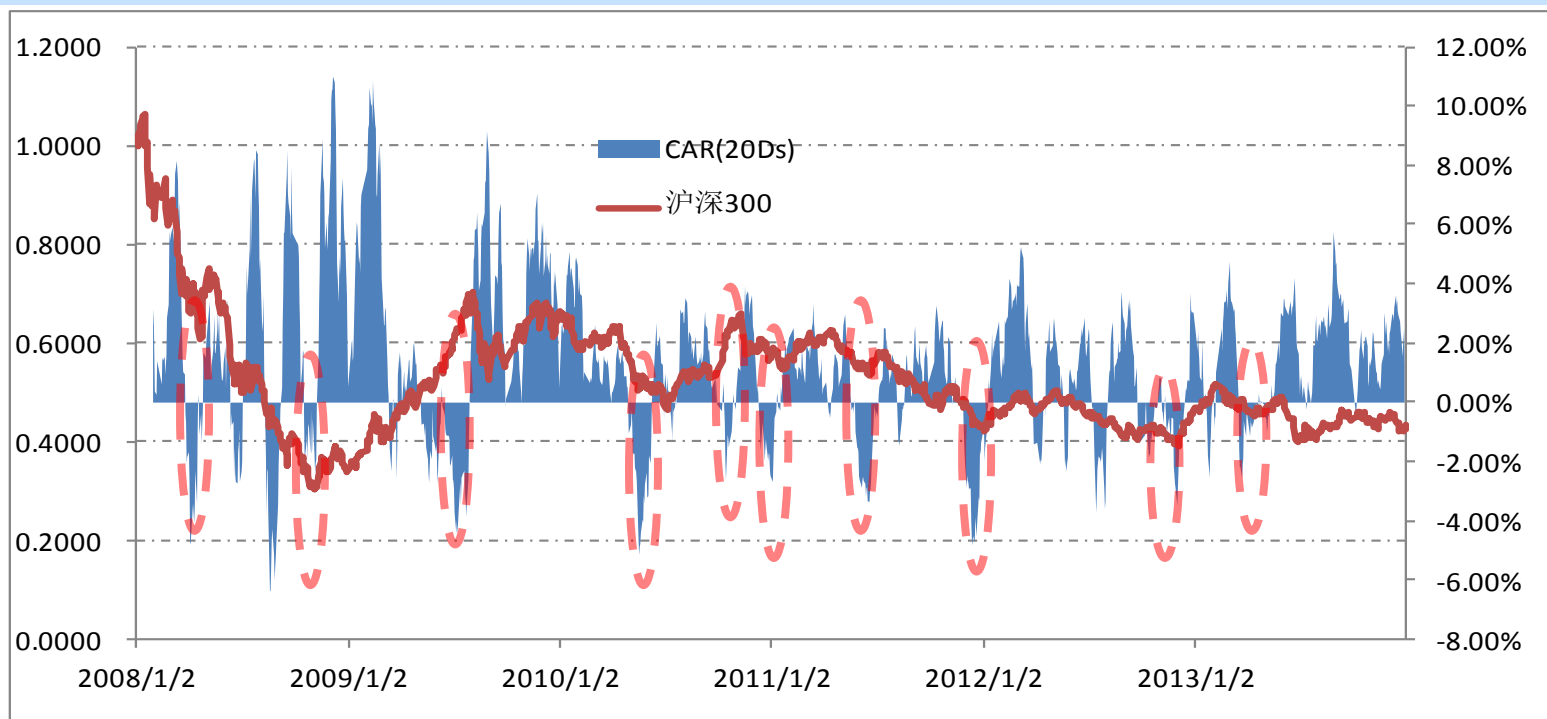


资料来源： 中信证券数量化投资分析系统

5.4 稳健组合呈现的特征：市场拐点前超额收益反转

- 稳定成长价值组合在市场大幅上涨或下跌后，如果超额收益为负，则很可能意味着市场进入拐点区域。

量化组合的累计超额收益（20个交易日）与沪深300指数涨跌（2008——2013）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

近期判断：波段机会、如履薄冰

■ 长期趋势

- 基于量化指标的结论是市场处于底部，下行空间不大，但位置尚处于左侧。

■ 市场结构状态

- 大中盘已处于长期价值状态，但缺乏上扬动力；
- 创业板已进入长线风险区域，酝酿拐点。

■ 交易机会

- 市场资金供应较积极、普通投资者热情升温，但机构投资者和普通投资者的分化显著，机构投资者趁热减持迹象明显。交易型和杠杆投资者表现出左侧震荡行情的操作风格。

■ 核心建议

- 市场尚处于左侧概率较大，建议继续等待市场结构性风险释放和长线建仓信号，短期宜以波段参与和主题型板块机会为主。

■ 基金仓位

- 《基金大小盘股票持仓结构测算》（2010.9.21）
- 《如何利用二阶信息来减少测算误差》（2007）
- 《基金仓位测算方法说明》（2007）

■ 市场资金

- 《顺势而为：市场资金流动与交易工具投资》（2014.6.3）
- 《市场资金分析再思考》（2014.5.9）

■ 投资者情绪

- 《另辟蹊径：投资者情绪指标的市场应用》（2012.10.17）
- 《博观约取：投资者情绪度量与监控指标体系重构》（2012.10.9）
- 《投资者情绪指数编制及应用》（2009.5.6）

致謝

中信证券研究部 金融工程及衍生品组

提云涛

电话: 021-20262148
邮件: tiyuntao@citics.com
执业证书编号: S1010514030003

赵文荣

电话: 010-60836759
邮件: zhaowenrong@citics.com
执业证书编号: S1010512070002

关博

电话: 010-60836754
邮件: guanbo@citics.com
执业证书编号: S1010514030004

林永钦

电话: 021-20262149
邮件: linyongqin@citics.com
执业证书编号: S1010514070003

免责声明

证券研究报告 2014年8月7日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与CLSA Singapore的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2014版权所有。保留一切权利。

