

# 从市场情绪中挖掘投资信号

## ——市场情绪指数及其运用



证券分析师

蒋俊阳 A0230511070003

2016.3.22

# 主要内容

1. 情绪指数体系介绍：综合+细分
2. 情绪指数运用：择时+大类资产配置

## 1.1 市场情绪与股市涨跌

- 情绪与市场相互作用：动态监控情绪，辅助判断市场
- 不同投资者情绪存在差异，需多维度监控市场情绪
- 情绪虽并不能完全领先市场，但某些阶段会有明显提示作用
  - 市场情绪往往同步或滞后于市场表现，偶尔也会领先市场
  - 在市场的顶部或底部，市场情绪的作用和影响尤其重要



## 1.2 各细分情绪指数相关构成指标

### 四大细分情绪指数相关指标

	指标	反映情绪	数据频率	指标状态
普通投资者情绪	A股投资者增速	交易热度	周频	选择
	A股账户活跃度	交易热度	周频	选择
	A股换手率	交易热度	日频	选择
	证券交易结算资金变动	资金热度	周频	观察
	银证转账资金变动	资金热度	周频	观察
	沪股通资金变动	资金热度	日频	观察
	市值资金比	资金热度	周频	观察
杠杆投资者情绪	股指期货折溢价	期货投资者情绪	日频	选择
	股指期货跨期价差	期货投资者情绪	日频	观察
	前N大会员净持仓变动	期货投资者情绪	日频	观察
	50ETF期权PCR	期权投资者情绪	日频	选择
	50ETF期权隐含波动率	期权投资者情绪	日频	观察
	50ETF期权P/C Skew	期权投资者情绪	日频	观察
	融资余额增速	融资融券投资者情绪	日频	选择
	分级B的估值	分级基金投资情绪	日频	观察
	分级A的均值利差	分级基金投资情绪	日频	观察
特殊投资者情绪	股东增持金额	股东情绪	日频	选择
	股东减持金额	股东情绪	日频	选择
市场技术面情绪	大数择时短线得分	短期技术面情绪	日频	观察
	大数择时中线得分	中期技术面情绪	日频	观察
	大数择时长线得分	长期技术面情绪	日频	选择

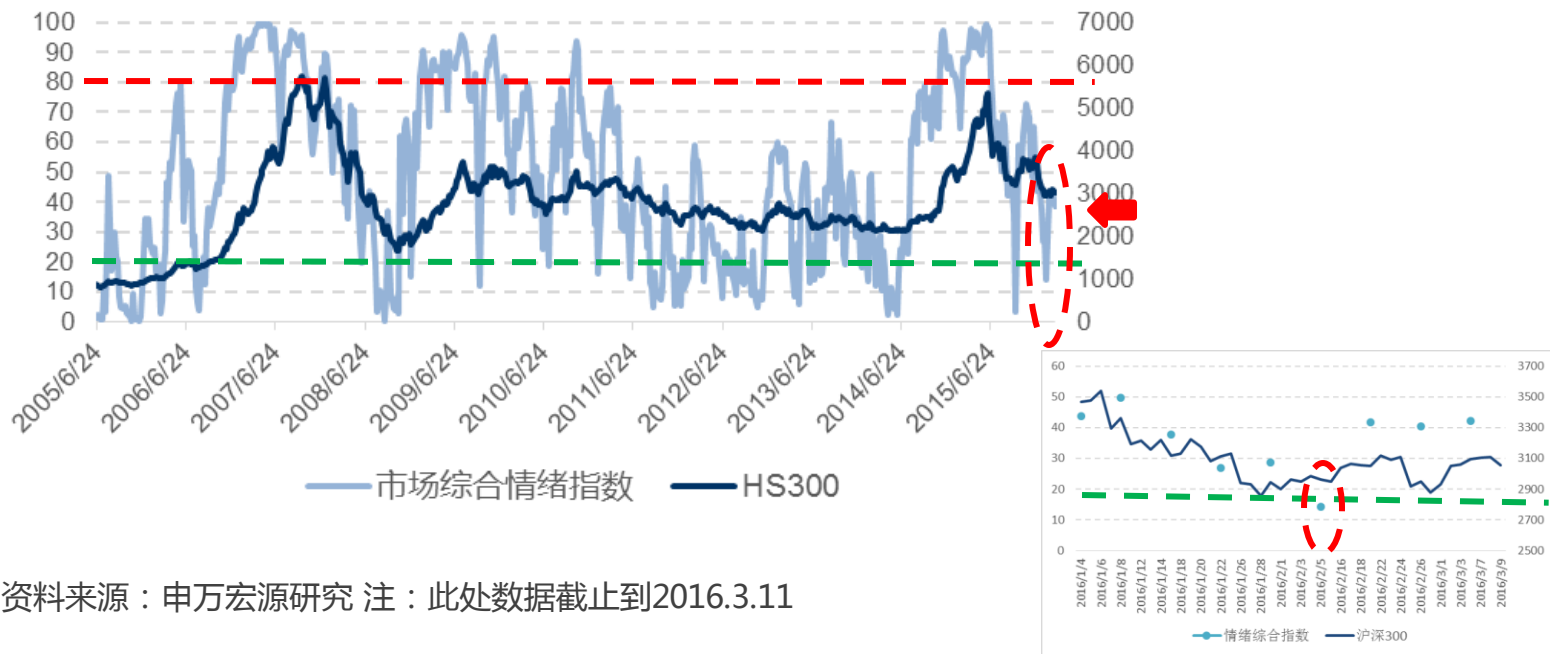
资料来源：申万宏源研究 注：指标状态“选择”表示编入细分情绪指数的指标，“观察”表示观察中的待选指标。

## 1.3.1 综合情绪指数：提纲挈领，统领全局

### ■ 市场综合情绪指数是对投资者情绪的全面整体反映

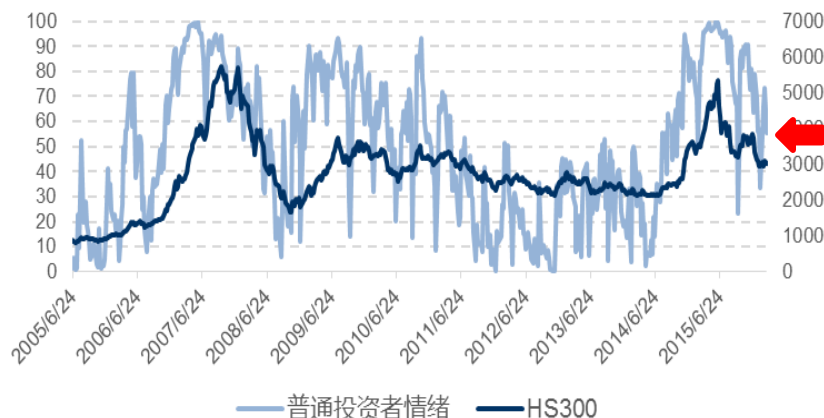
- 情绪：潮起潮落，起起伏伏，蕴含规律
- 运用：动态跟踪，信号提醒，辅助判断

市场综合情绪指数历史走势

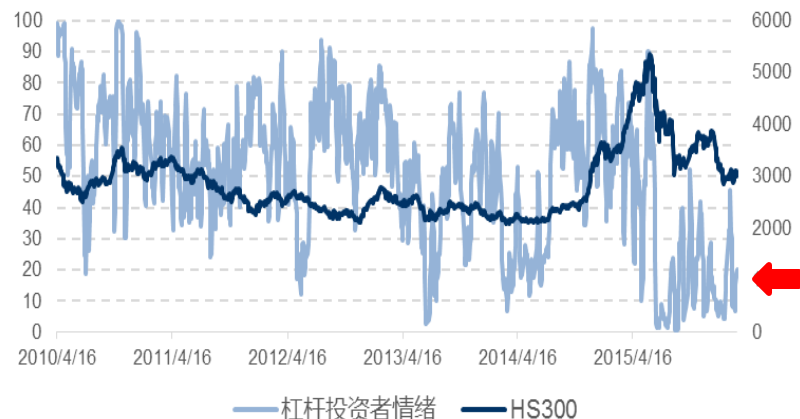


## 1.3.2 细分情绪指数：细致入微，寻找差异

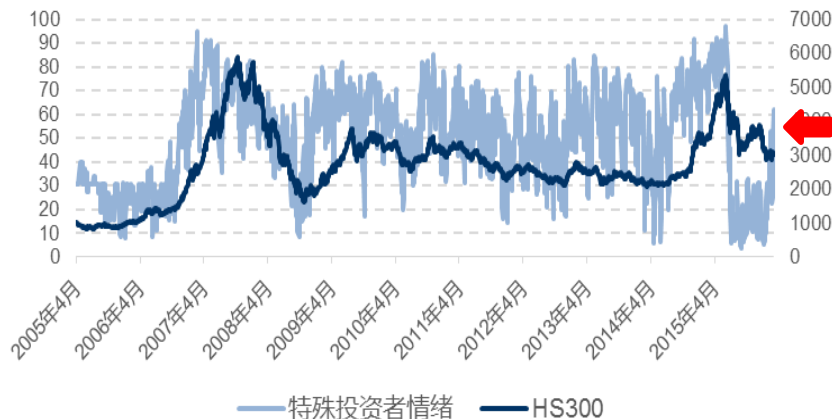
### 普通投资者情绪



### 杠杆投资者情绪



### 特殊投资者情绪



### 市场技术面情绪



资料来源：申万宏源研究

## 1.4.1 普通：投资者增速、账户活跃度、换手率

### ■ 普通投资者情绪入选指标表现

- 投资者增速短期有所上升；
- 账户活跃度低位波动，略有回升；
- 股票换手率近期在低位波动；

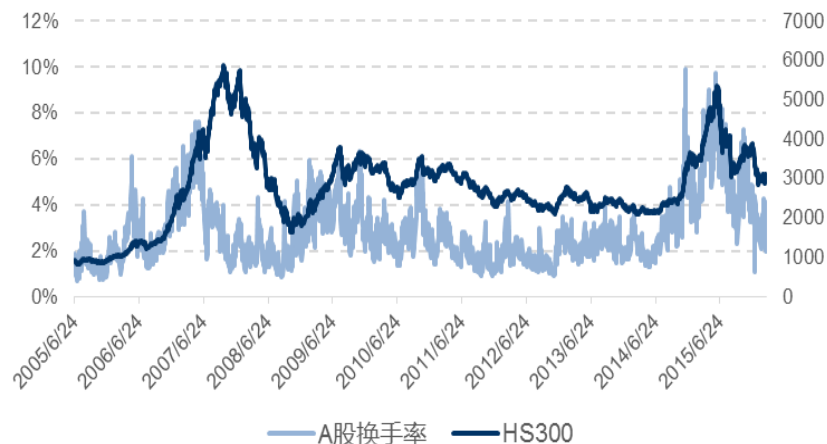
A股投资者增速



账户活跃度



换手率



资料来源：WIND，申万宏源研究

注：投资者增速和账户活跃度2015.5前根据账户数统计并修正处理，换手率=A股日成交金额/A股自由流通市值

## 1.4.2 杠杆：期货升贴水、期权PCR、融资余额增速

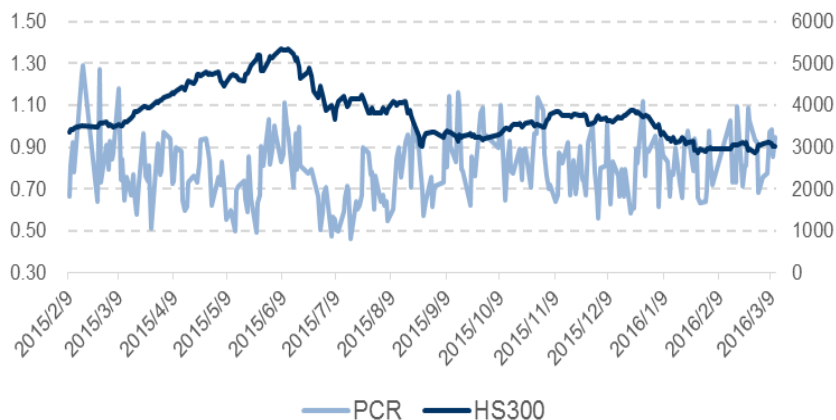
### ■ 杠杆投资者情绪入选指标表现

- 沪深300期持续贴水状态，短期略有缩窄，总体偏谨慎；
- 50ETF期权PCR短期中高位波动，总体略偏谨慎；
- 融资余额增速近期频繁负值，信用交易投资者情绪谨慎；

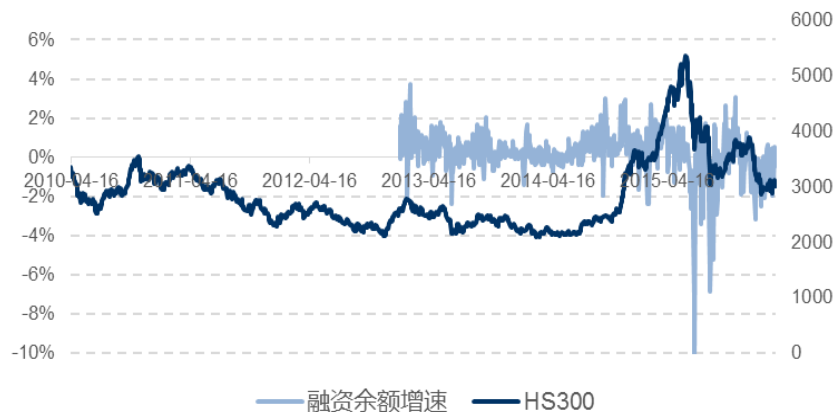
股指期货溢价率



上证50ETF期权PCR



融资余额增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

注：考虑指标有效性，融资余额增速选取自2013年以来数据。

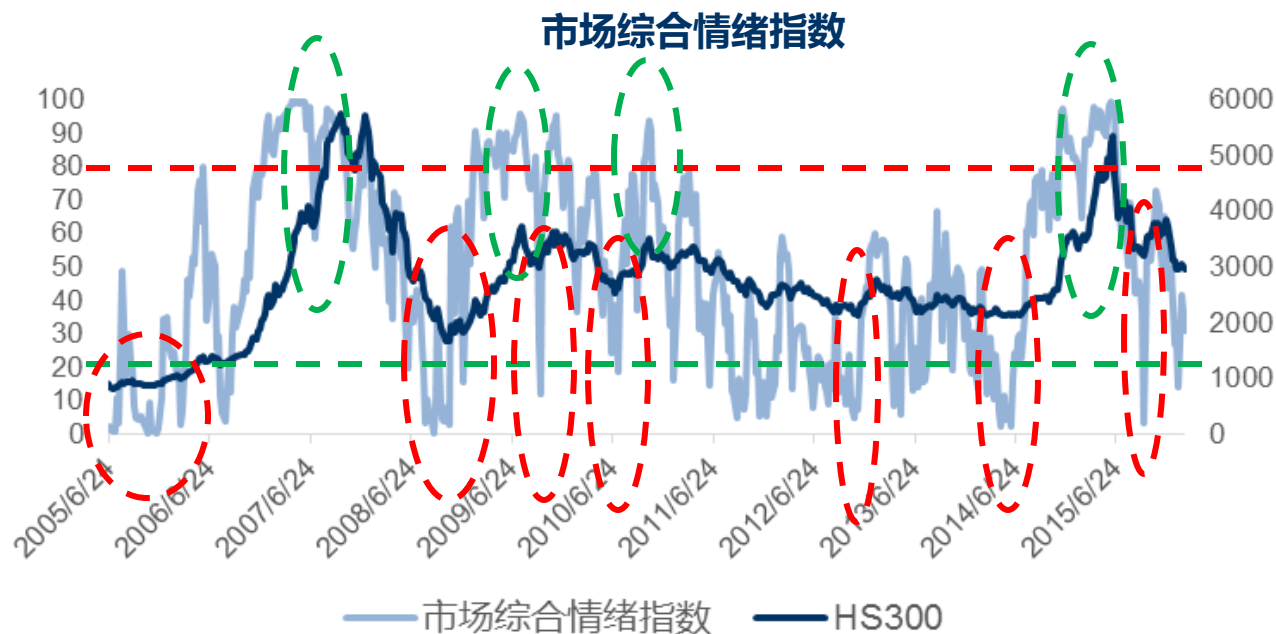


# 主要内容

1. 情绪指数体系介绍：综合+细分
2. 情绪指数运用：择时+大类资产配置

## 2.1.1 情绪指数运用：择时

- 情绪择时：顺势而为，物极必反
- 情绪指标可以作为择时判断辅助参考指标，但不是决定性指标
  - 正常值（例如20-80）：情绪指标往往与市场同步变动，寻求趋势效应
  - 极端值（>80或<20）：情绪过热或过冷，容易出现阶段性顶或底，寻求反转效应
  - 不同行情阶段策略效果存在差异：区分牛市、熊市、震荡市



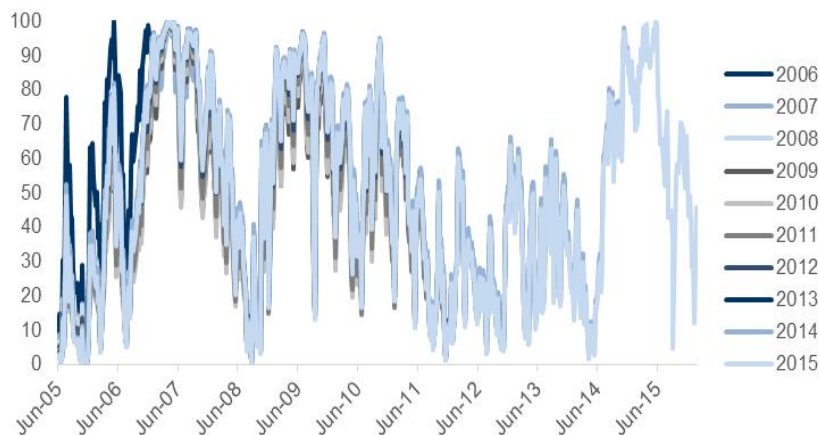
资料来源：申万宏源研究

## 2.1.2 择时策略:寻找情绪波动规律进行市场判断

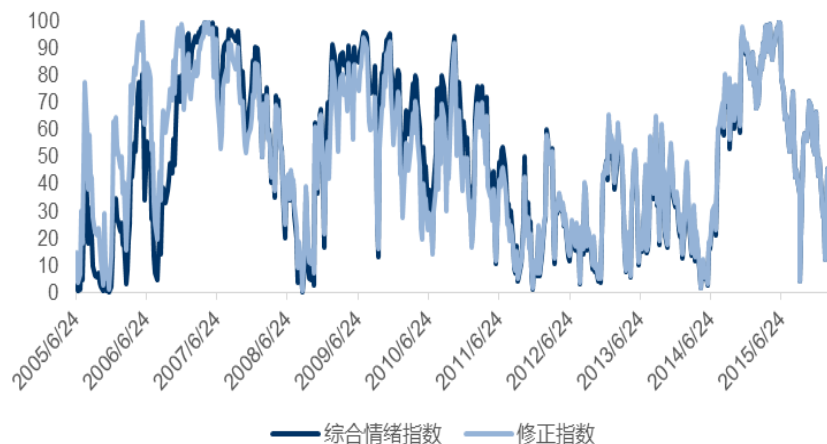
### ■ 指数说明：历史回溯时需考虑情绪指数动态变动特征

- 一方面，利用分位数等方法计算情绪指数时存在指数动态变动特征
- 另一方面，经历07-08牛熊转换后，目前情绪指数整体走势已趋于稳定

综合情绪指数动态变动已趋于稳定



综合情绪指数与修正指数差异有限



资料来源：申万宏源研究

注：考虑策略可投资性，策略历史回溯模拟时我们主要采用综合情绪修正指数进行计算。

## 2.1.3 择时策略设计1

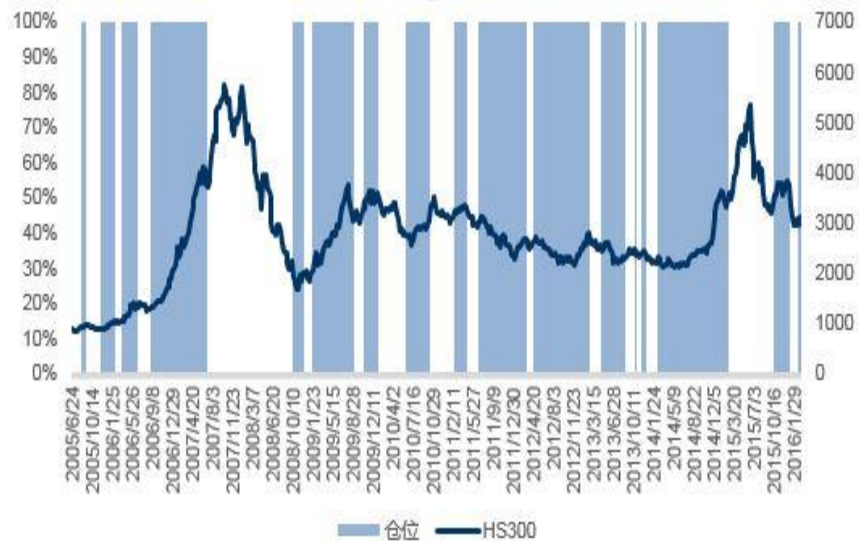
### ■ 策略设计1：当情绪由低回升时建仓，当情绪回撤一定幅度时平仓

- **策略描述**：当情绪指数向上突破20开仓，当指数破50后回落跌破50，或指数均值（四周均值）回撤15时平仓；
- **策略逻辑**：寻找情绪低点，发现上升信号，等待牛市出现，及时平仓获利或止损

择时策略1模拟收益



仓位模拟1



资料来源：申万宏源研究

## 2.1.4 择时策略设计2

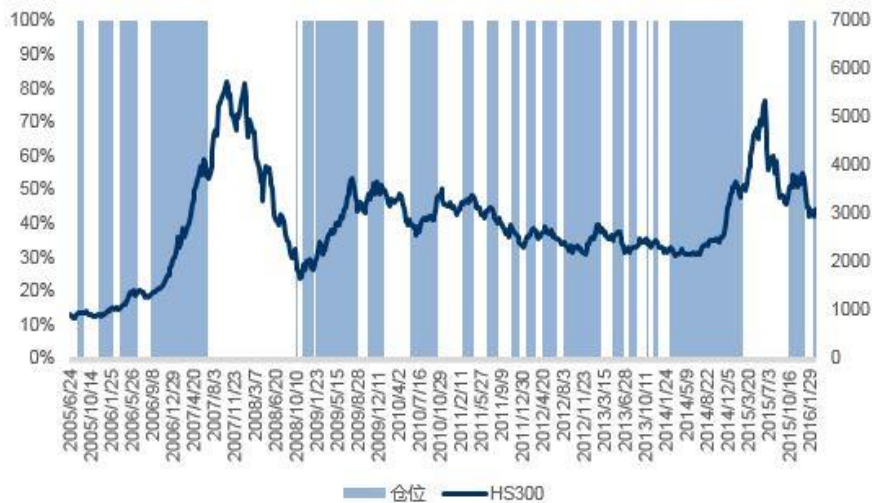
### ■ 策略设计2：在策略1基础上增加净值止损条件，降低回撤幅度

- **策略描述**：当情绪指数向上突破20开仓，当指数破50后回落跌破50，或指数均值（四周均值）回撤15时平仓，+开仓后单次交易净值回撤超10%止损
- **策略逻辑**：尽可能获取牛市收益，同时尽可能降低熊市或震荡市中策略亏损

择时策略2模拟收益



仓位模拟2



资料来源：申万宏源研究

## 2.1.5 策略比较：增加止损措施可提高策略有效性

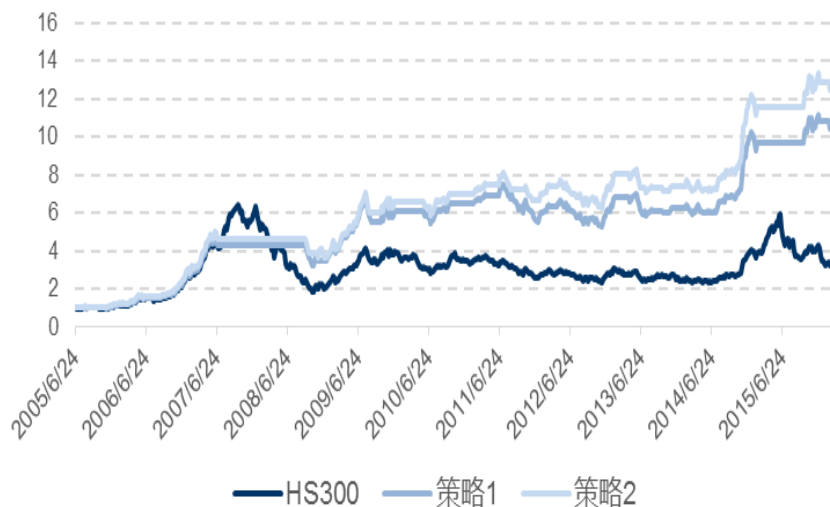
### ■ 策略2表现优于策略1

- 增加净值止损策略有效降低了伪信号带来的策略亏损

### ■ 策略适用性

- 适用长周期策略，大幅波动行情效果明显，震荡行情中收益一般

策略模拟收益对比



资料来源：申万宏源研究

注：此处模拟策略收益时假设0.1%交易成本和0.1%冲击成本，沪深300选择周数据，其收益为指数表现。

收益统计分析

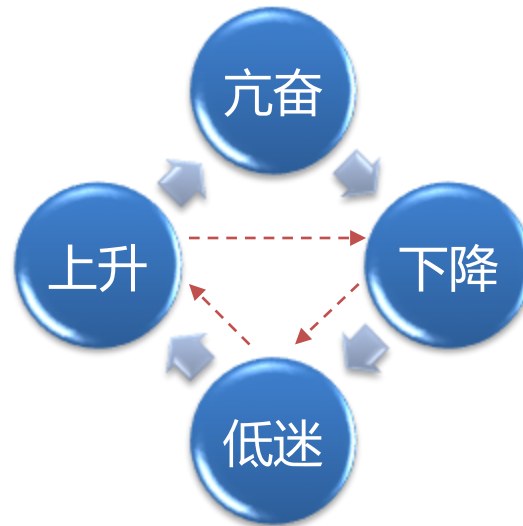
	策略1	策略2	沪深300
交易次数	17	22	544
正收益次数	12	15	300
平均单次盈利	32.88%	26.93%	3.11%
平均持仓时间（日）	148	112	7
负收益次数	5	7	244
平均单次亏损	-7.84%	-6.26%	-3.13%
平均持仓时间（日）	97	39	7
胜率	70.59%	68.18%	55.15%
年化收益	23.95%	26.22%	8.71%
最大回撤	-32.26%	-28.10%	-71.00%
夏普比率	1.05	1.20	0.21

## 2.2.1 情绪指数运用：大类资产配置

### ■ 市场情绪周期性

- 情绪变动具有周期性
- 大周期、小周期

市场情绪周期性



## 2.2.2 情绪周期划分

### ■ 具体划分方法

- 选择指数：利用综合情绪指数季度均值计算，减少指数波动性
- 选择阈值（25/75）：低迷、上升、亢奋、下降
- 考虑实际可投资性，此处情绪划分指事前情绪预判而非事后情绪界定



资料来源：申万宏源研究

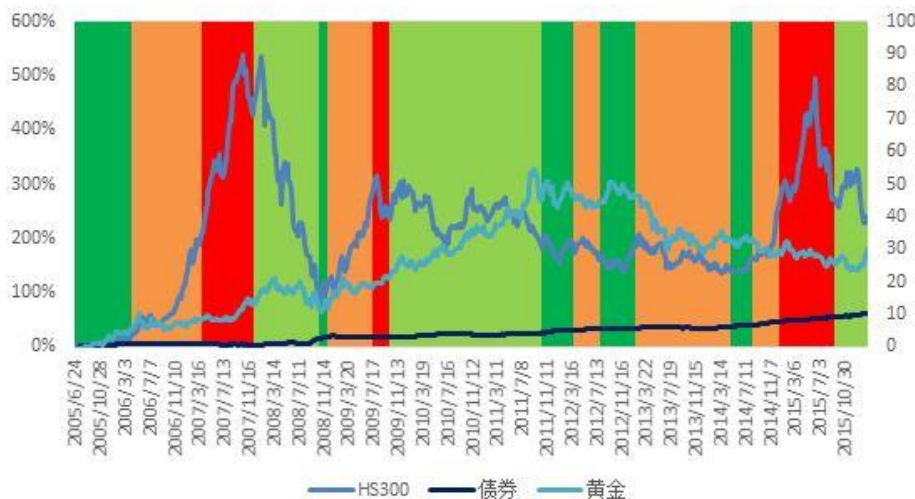


## 2.2.3 情绪周期&资产配置（转换）

### ■ 大类资产配置：股票、债券、商品（黄金）、货币等

- 情绪低迷：风险偏好较低，配置债券等低风险资产，某些情况可配置黄金
- 情绪上升：风险偏好增强，配置股票等权益类资产，分享股市上涨收益
- 情绪亢奋：风险偏好极高，股票高收益伴随高风险，可逐步转至黄金等避险资产
- 情绪下降：风险偏好下降，配置黄金等避险资产，或选择债券等低风险资产

不同资产历史收益走势



资料来源：申万宏源研究

注：此处债券选择中证全债指数，黄金选用现货黄金价格。

市场情绪预判&资产收益对比

	情绪判断	HS300	债券	黄金
2005.6.24-2006.3.31	低迷	16.06%	5.04%	<b>27.32%</b>
2006.3.31-2007.3.16	上升	<b>149.78%</b>	1.41%	16.65%
2007.3.16-2007.11.30	亢奋	<b>81.91%</b>	-2.64%	19.95%
2007.11.30-2008.10.10	下降	-59.75%	<b>10.43%</b>	8.43%
2008.10.10-2008.11.28	低迷	-4.04%	<b>2.64%</b>	-3.74%
2008.11.28-2009.7.3	上升	<b>81.82%</b>	0.80%	13.96%
2009.7.3-2009.9.25	亢奋	-8.07%	-0.24%	<b>6.30%</b>
2009.9.25-2011.9.30	下降	-15.60%	4.75%	<b>63.87%</b>
2011.9.30-2012.3.16	低迷	1.63%	<b>4.93%</b>	2.22%
2012.3.16-2012.7.20	上升	-8.58%	<b>3.17%</b>	-4.55%
2012.7.20-2013.1.11	低迷	3.53%	0.02%	<b>4.94%</b>
2013.1.11-2014.4.25	上升	-12.70%	<b>2.16%</b>	-21.61%
2014.4.25-2014.8.8	低迷	<b>7.53%</b>	2.18%	0.44%
2014.8.8-2014.12.12	上升	<b>36.98%</b>	3.99%	-6.64%
2014.12.12-2015.8.28	亢奋	4.67%	<b>6.05%</b>	-7.30%
2015.8.28-2016.3.4	下降	-7.43%	4.05%	<b>11.84%</b>

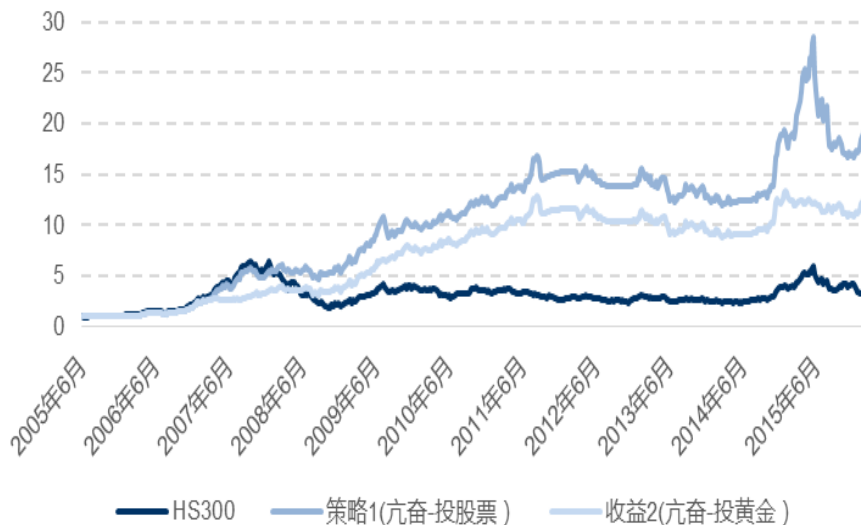
## 2.2.4 策略设计

### ■ 根据市场情绪进行资产配置

- 策略1：低迷（债券）、上升（股票）、亢奋（股票）、下降（黄金）
- 策略2：低迷（债券）、上升（股票）、亢奋（黄金）、下降（黄金）

### ■ 配置效果：基本实现在高风险、中风险、低风险资产的有效轮动配置

大类资产配置策略模拟收益



收益统计

		策略1	策略2
年化收益		31.66%	26.18%
最大回撤		41.51%	31.59%
夏普比率		1.21	1.15
股票投资	胜率	5/8=62.5%	3/5=60%
	平均单次收益	40.73%	49.46%
债券投资	胜率	5/5=100%	5/5=100%
	平均单次收益	2.96%	2.96%
黄金投资	胜率	3/3=100%	5/6=83.3%
	平均单次收益	28.05%	17.18%

资料来源：申万宏源研究

## 2.3 总结与建议

### ■ 利用情绪指数进行择时判断：重点关注情绪极端值

- **优势**：市场波动较大时，情绪极端值可有效辅助判断市场阶段性底部或顶部
- **劣势**：市场震荡行情中，情绪指标择时有效性相对较弱，可作趋势跟踪观察
- **其他**：完全依靠情绪指标择时具有局限性，可作为择时体系辅助判断指标

### ■ 利用情绪指数进行大类资产配置：结合其他影响因素综合判断

- **优势**：市场情绪大幅波动周期中，高风险、低风险、避险资产等转换配置相对有效
- **劣势**：市场情绪小幅波动周期中，利用情绪进行资产配置选择效果相对较弱
- **其他**：黄金、债券等资产价格影响因素很多，例如经济增长、通货膨胀、利率水平、汇率水平、短期资本流动、避险需求与风险偏好等，市场情绪有时并不是决定性因素，且不同阶段相关资产价格核心驱动因素也存在差异，需综合判断。

## 信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

## 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewn@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 简单金融 · 成就梦想



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

蒋俊阳  
[jiangjy@swsresearch.com](mailto:jiangjy@swsresearch.com)