

分析师：周健、张峰
 zhouj@htsec.com、
 zhangfeng@htsec.com
 021-23219444、23219370

2月非消费组合将相对走强

在报告《风格轮动模型之五——消费非消费轮动的关键因子及其轮动效应分析》中，我们使用支持向量机回归模型（Support Vector Machine Regression Model）对消费与非消费组合中的赢家进行预测，在2007年1月起至今的37期预测中，错误10期，正确率达到73%。假设交易成本为单边0.5%，轮动策略的累计收益率达到145.02%，而同期海通综指涨幅为79.27%，沪深300涨幅为56.98%，策略累计收益率为海通综指和沪深300指数收益的1.83和2.55倍。可见，在覆盖市场大部分行业的前提下，海通消费/非消费轮动策略既能够获得较高的预测精度，超额收益也是颇为明显。

下面我们简单回顾海通消费、非消费风格轮动模型的构建方法。

1、消费/非消费类组合构建

消费与非消费风格组合主要从狭义消费的角度即与居民消费的远近程度进行划分，首先我们根据行业与终端消费者距离的远近，对行业进行定性分类，消费类组合包括与消费者距离最近的一些行业，比如金融、商贸零售、生物医药、航空公司、汽车汽配等，而余下行业都属于非消费类组合。如此进行全市场行业划分有利有弊，有利的方面是风格轮动可以覆盖较多行业，对投资意义更大，而弊在于组合成分过于复杂，轮动模型的经济含义较难解释。

在得到定性分类后，我们发现，两个组合中成分都比较复杂，有些行业的消费属性不明显，与组合中其他成分相关度极低，如果这些行业权重又比较大，就会削弱整个组合的风格，进而影响模型预测精度，因此我们通过分层结构和最小生成树的方法对组合中各成分之间的相关性进行度量，剔除相关度过低的行业。

我们剔除行业的主要依据是组合内各行业指数之间的收益相关性。首先计算各行业月度收益的相关性，然后通过最小生成树分别对消费和非消费组合内部行业相关度进行刻画，如果在组合内有部分行业与其他行业的相关性都很低，则考虑剔除。对消费类组合和非消费类组合的最小生成树进行分析后，我们从消费类行业中剔除通讯服务和金融行业，最终确定两大组合的具体成分，见下表。

表1 行业划分

消费组合		非消费组合	
日化产品	传媒指数	石油天然气	机械工业
航空公司	商业贸易	化工制品	建筑指数
公路铁路	食品指数	农药化肥	水运指数
机场服务	农业指数	石油化工	港口服务
汽车汽配	医药健康	建材指数	开发区
家用电器	房产指数	造纸指数	信息服务
纺织服装	公用事业	有色金属	信息设备
旅游服务		非金属	煤炭指数
		钢铁指数	

资料来源：海通证券研究所

2、解释因子分析

在以前风格轮动模型的经验基础上，根据主观筛选，我们选取下面 15 个指标作为预测轮动的因子，主要分为宏观经济指标、价格指标和技术指标三类。

宏观经济指标：居民消费品价格指数 CPI 月度同比增速；

工业品出厂价格指数 PPI 月度同比增速；

工业增加值月度同比增速；

全国消费品零售总额月度同比增速；

消费者信心指数；

OECD 综合领先指标；

发电量月度同比增速；

货币供应量 M1 月度同比增速；

价格和估值指标：消费与非消费指数的收益差；

消费与非消费指数的 PE、PB 差；

技术指标：消费指数和非消费指数的 30 日股价动量因子；

消费指数和非消费指数的 MACD 指标。

关于宏观数据，以 CPI 同比增速为例，由于涉及到数据的可得性问题，在(t-1)时刻，我们使用的 CPI(t-1)并非严格意义上的(t-1)月份的同比数据，而是该时间点上的 CPI 可得数据，比如在预测 2010 年 01 月市场的消费与非消费轮动效应走势时，我们采用 2009 年 11 月的 CPI 同比数据。其他的宏观数据也都采用类似的处理方法。

技术指标方面，风格指数的月度动量因子的计算方法为：(当月指数最后一个交易日的收盘价 - 上个月最后一个交易日的收盘价) / 当月的指数收盘价波动的标准方差。指数的 MACD 指标的参数采用市场上常用的参数标准，即 12 日快速移动平均，26 日慢速移动平均，9 日离差平均值。

3、模型预测结果

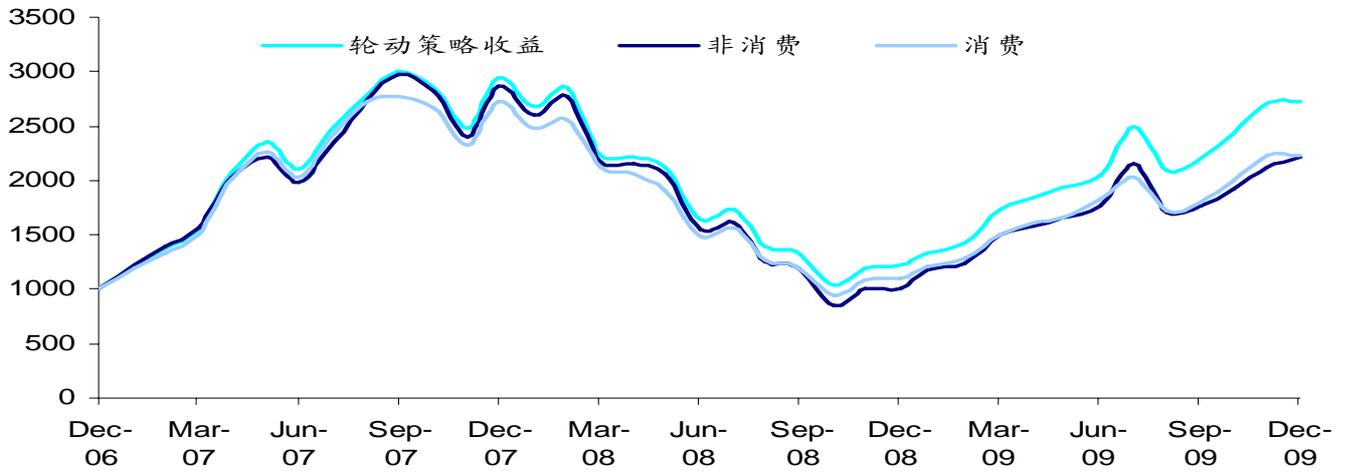
采用 2009 年 12 月的市场宏观数据和 2010 年 01 月的消费和非消费组合走势数据，**最终模型预测结果为：2010 年 2 月非消费组合将相对走强。**

表 2 具体预测结果

	2007.01	2007.02	2007.03	2007.04	2007.05	2007.06	2007.07	2007.08	2007.09	2007.10
模型预测结果	非消费	非消费	消费	消费	消费	非消费	非消费	消费	非消费	非消费
市场实际趋势	非消费	非消费	消费	消费	消费	非消费	消费	非消费	非消费	消费
	2007.11	2007.12	2008.01	2008.02	2008.03	2008.04	2008.05	2008.06	2008.07	2008.08
模型预测结果	消费	非消费	非消费	非消费	非消费	非消费	非消费	消费	消费	消费
市场实际趋势	消费	非消费	非消费	非消费	消费	非消费	非消费	消费	消费	消费
	2008.09	2008.10	2008.11	2008.12	2009.01	2009.02	2009.03	2009.04	2009.05	2009.06
模型预测结果	消费	消费	消费	消费	消费	消费	非消费	消费	非消费	非消费
市场实际趋势	非消费	消费								
	2009.07	2009.08	2009.09	2009.10	2009.11	2009.12	2010.01	2010.02		
模型预测结果	非消费	消费	消费	消费	消费	消费	非消费	非消费		
市场实际趋势	非消费	消费	消费	消费	消费	非消费	消费			

资料来源：海通证券研究所

图1 策略收益图



资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。