

投研参考 (2013 年 8 月刊)

摘要:

一、投顾表现

7 月份投顾月平均收益率为 1.98%，同期沪深 300 指数收益率为 -0.35%；本月有 70% 的产品取得正收益。

1、7 月末全体投顾平均股票仓位为 49%，与上月末持平；前 6 个月累积收益排名前 25% 的投顾（简称 top25%，下同）平均股票仓位为 53%，较上月末上升 12%。

2、从风格看，7 月末全体投顾消费股配置比例高于周期股 6%，top25% 的投顾消费股配置比例高于周期股 11%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（45%），较上月末下降 1%；top25% 的投顾配置比例最高的也是中盘股（54%），与上月末持平。

3、7 月末全体投顾持仓比例最高的行业是医药生物和食品饮料。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是医药生物，平均仓位降低较大的行业是房地产。

二、大盘预判

总体结论：2013 年 8 月份，大盘综合得分为 -0.5 分，与 7 月份持平。在四个层面中，宏观经济好于上月份，中盘和小盘股估值较上月上升，估值不占优，大盘股估值受到严重打压，市场情绪小幅变差。

1、宏观经济：CPI 走高、PPI 降幅收窄，经济运行平稳，短期流动性紧张的格局逐步缓解。

2、估值盈利：上月中盘和小盘股估值显著上升，中小盘与大盘估值差进一步扩大，大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压。

3、政策预期：经济在底限之上，而通胀在上限之下，政策上，主要是在守住底限的前提下，专注转型。

4、市场情绪：小幅变差。

三、策略关注

1、利多兑现，战术加仓：稳增长政策仍将持续出台，经济增长的预期仍将持续改善，继续推荐低估值蓝筹与优质成长两类股票。

2、区间波动，短期配置：政策预期仍有分歧，周期性行业的需求增长不明确，市场震荡概率较大，短期配置食品饮料、电力、建筑、医药、家电、零售、保险和铁路等行业。

四、研究动态

1、券商研究关注：GFTD 第二版择时策略；短期多因子模型择时策略；相似性匹配行业配置策略。

2、学术研究关注：组织资本影响股票回报；分析师覆盖影响公司投融资；股东保护与股票市场融资影响研发投入率。

正文目录

一、投顾表现.....	4
1、业绩表现	4
2、配置分析	5
二、大盘预判.....	8
1、宏观经济	8
2、估值盈利	9
3、政策预期	10
4、市场情绪	11
三、策略关注.....	12
四、研究动态.....	13
1、券商研究	13
2、学术研究	13

表格目录

表 1: 投顾分类统计表.....	4
表 2: 各层面因素对大盘总体影响.....	8
表 3: 券商宏观经济预测.....	8
表 4: 宏观经济政策预判.....	10
表 5: 利多兑现, 战术加仓.....	12
表 6: 区间波动, 短期配置.....	13
表 7: 券商研究动态	13
表 8: 学术研究动态	13

图表目录

图 1: 7 月份投顾收益率分布	4
图 2: 2013 年累计收益率分布	4
图 3: 7 月份投顾风格表现	5
图 4: 2013 年投顾风格表现	5
图 5: 投顾平均仓位变动	6
图 6: 投顾最新配置比例	6
图 7: 投资理念平均仓位变动	6
图 8: 投资理念最新配置比例	6
图 9: 交易风格平均仓位变动	6
图 10: 交易风格最新配置比例	6
图 11: 投顾股票风格配置走势	7
图 12: 投顾股票风格配置走势	7
图 13: top25%投顾股票风格配置走势.....	7
图 14: top25%投顾股票风格配置走势.....	7
图 15: 投顾十大重仓行业	7
图 16: 投顾十大仓位变动行业	7
图 17: 沪深 300 指数 PB 走势图	9
图 18: 风格 PE 与沪深 300 指数走势	9
图 19: 风格 PB 与沪深 300 指数走势	10
图 20: 市场情绪综合得分与沪深 300 走势	11
图 21: 估算基金仓位与沪深 300 走势	11
图 22: 长短期国债利差与沪深 300 走势	12
图 23: 周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势.....	12

一、投顾表现

1、业绩表现

1) 7 月份投顾的平均收益率为 1.98%，70%的产品取得了正收益；2013 年投顾的平均累计收益率为 4.73%，有 72%的产品取得了正收益。本期共统计了 187 个产品，并对其中 134 个产品进行了风格分类，具体分类情况见表 1。

2) 7 月份交易型和平衡风格的投顾表现较好；2013 年宏观趋势型和稳健风格的投顾表现相对较好。

表 1：投顾分类统计表

风格	数目	风格	数目
宏观趋势	54	稳健	31
选股	56	平衡	61
交易	24	激进	42
总计	134	总计	134

图 1：7 月份投顾收益率分布

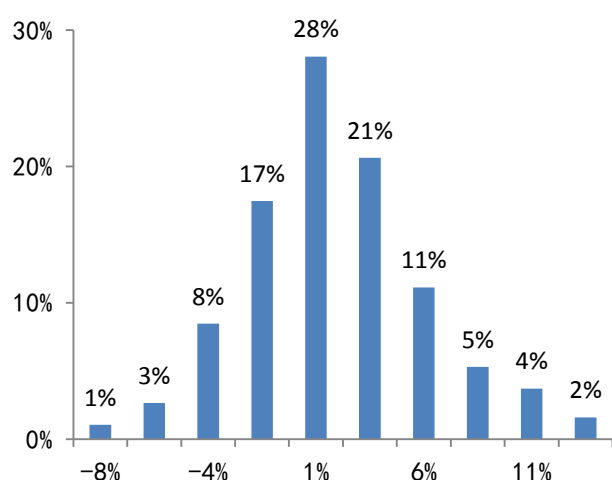


图 2：2013 年累计收益率分布

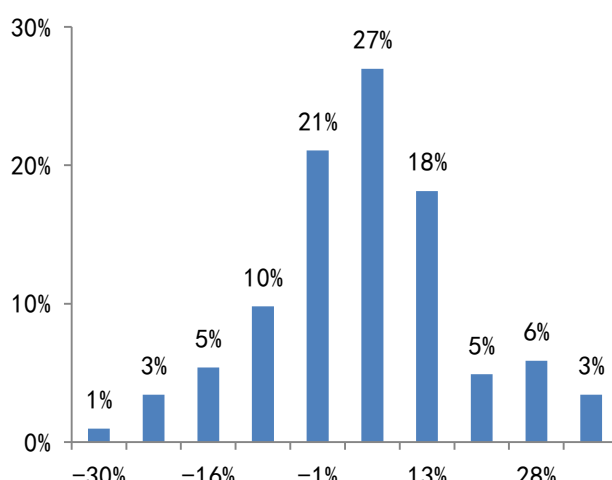


图 3：7 月份投顾风格表现

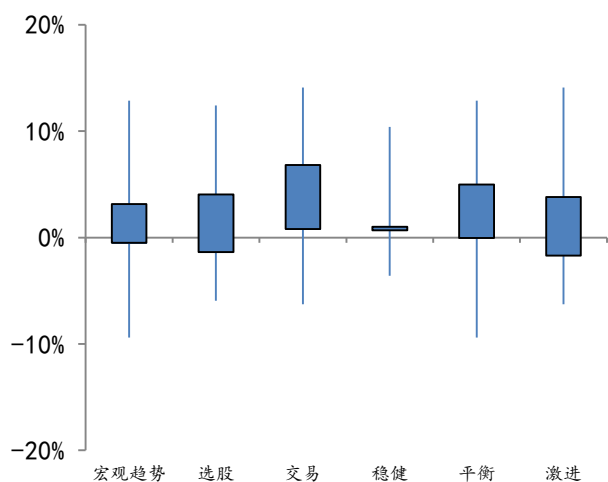
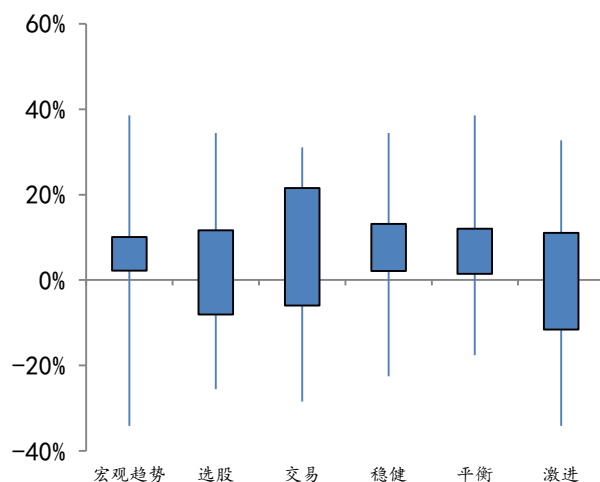


图 4：2013 年投顾风格表现



注：K 线图分别对应最低收益率、排名后 25% 收益率、排名前 25% 收益率、最高收益率

2、配置分析

1) 7 月末全体投顾平均股票仓位比例为 49%，与上月末持平；前 6 个月累积收益排名前 25% 的投顾（简称 top25%，下同）平均股票仓位比例为 53%，较上月末上升 12%。选股型投顾股票仓位比例最高（77%），较上月末上升 4%；交易型投顾股票仓位比例最低（41%），较上月末下降 5%；宏观趋势型投顾股票仓位比例为 43%，较上月末下降 3%。

2) 从股票风格看，7 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 41%，与上月末持平；对周期股平均配置比例为 35%，较上月末下降 4%。7 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 40%，较上月末上升 1%；对周期股平均配置比例为 29%，与上月末下降 1%。

3) 从市值分布看，7 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（45%），较上月末下降 1%；大盘股平均配置比例最低（19%），较上月末下降 3%；小盘股平均配置比例为 35%，较上月末上升 3%。top25% 投顾对中盘股的平均配置比例最高（54%），于上月末持平；大盘股平均配置比例最低（13%），较上月末上升 4%；小盘股的平均配置比例为 33%，较上月末下降 4%。

4) 从行业配置看，7 月末全体投顾平均持仓最重的行业是医药生物和食品饮料，top25% 的投顾平均持仓最重的行业是医药生物和信息服务。全体投顾平均仓位增加较大行业是食品饮料（上升 1.40%），平均仓位降低较大的行业是金融服务（下降 1.84%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是医药生物（上升 0.69%），平均仓位降低较大的行业是房地产（下降 1.54%）。

图 5：投顾平均仓位变动

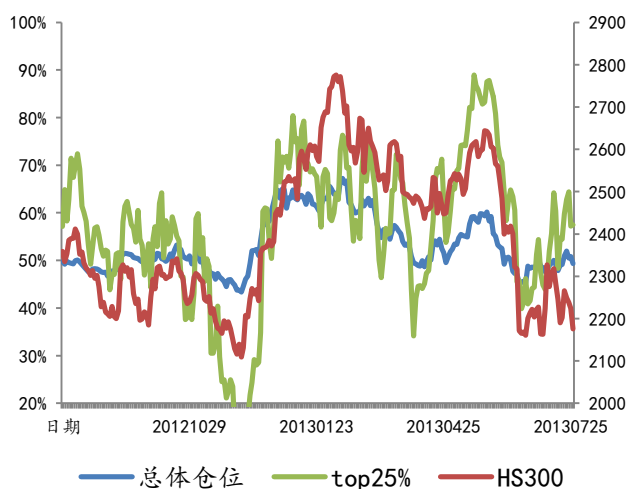


图 6：投顾最新配置比例

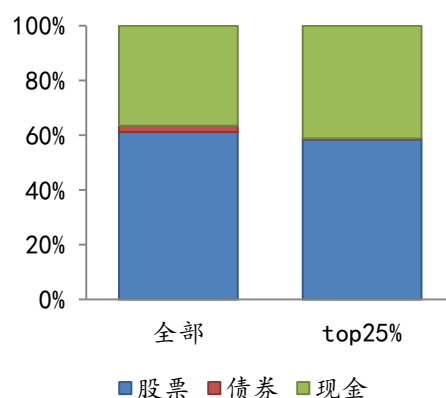


图 7：投资理念平均仓位变动

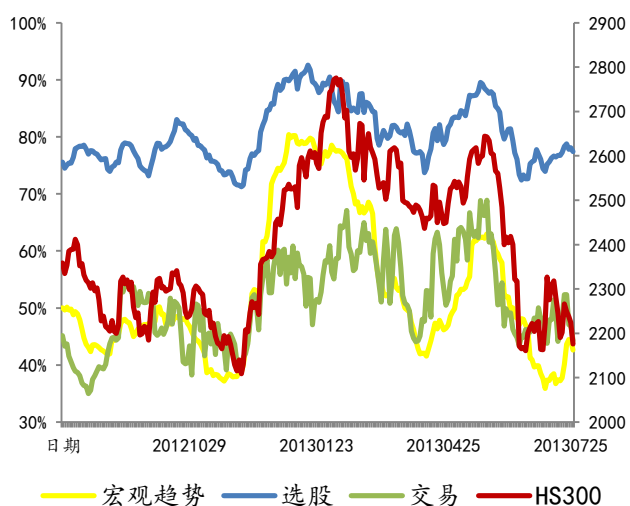


图 8：投资理念最新配置比例

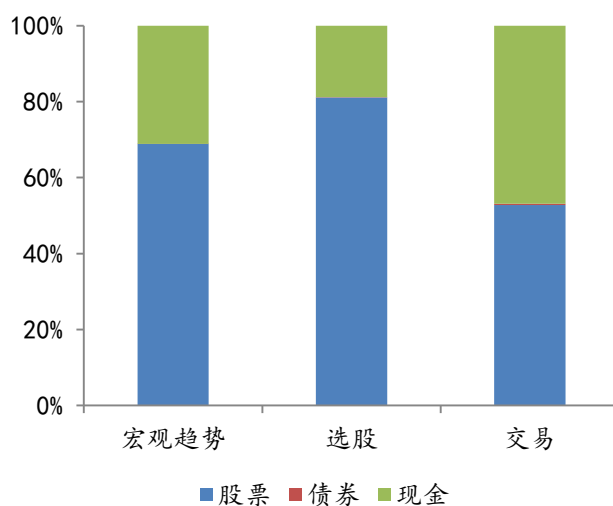


图 9：交易风格平均仓位变动

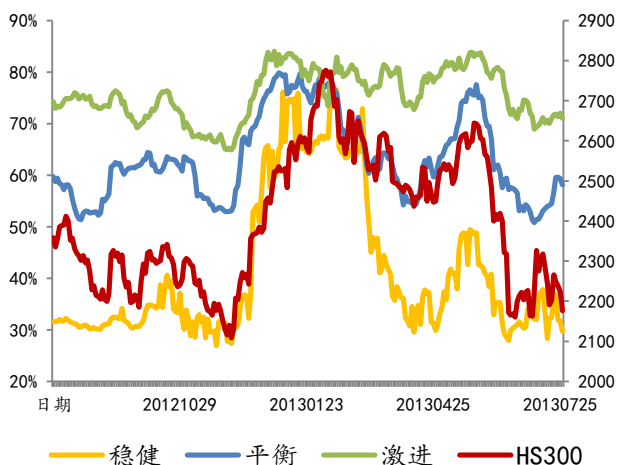


图 10：交易风格最新配置比例

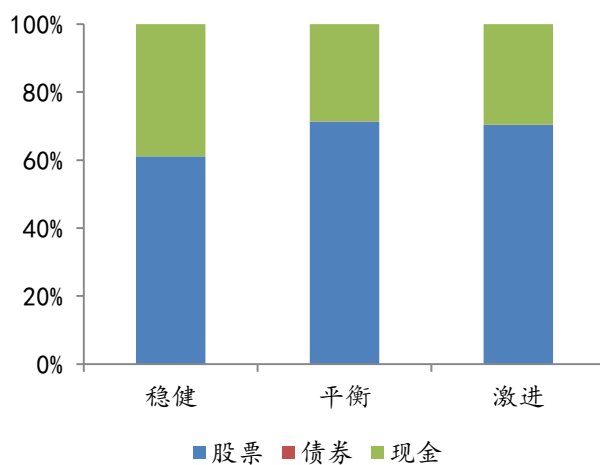


图 11：投顾股票风格配置走势

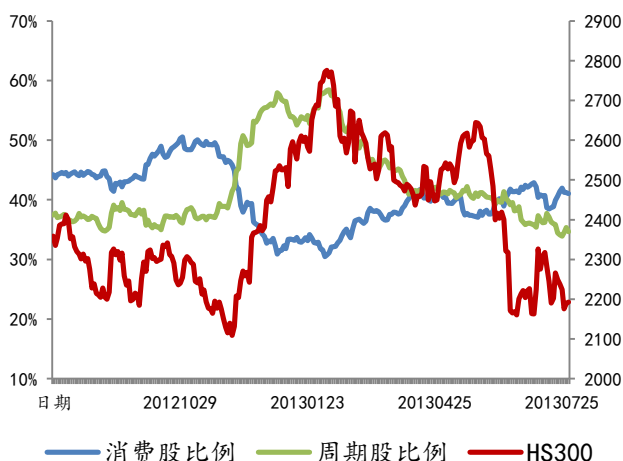


图 12：投顾股票风格配置走势

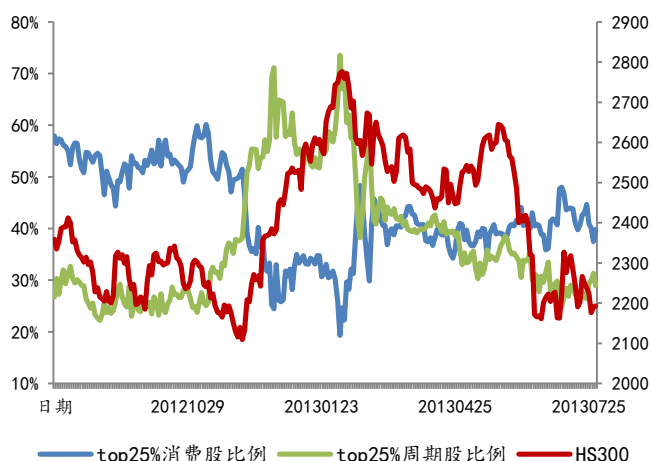


图 13：top25%投顾股票风格配置走势

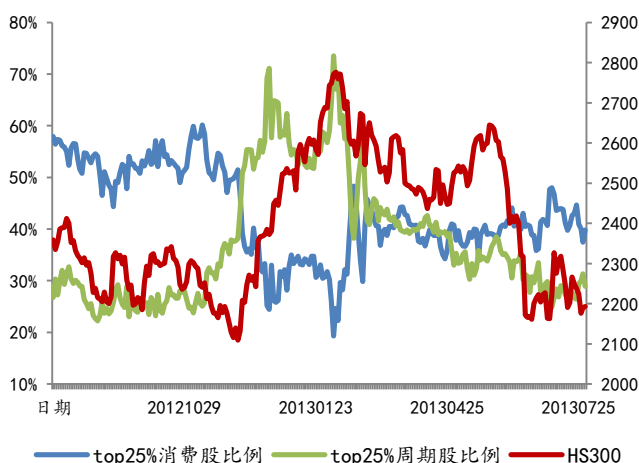


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

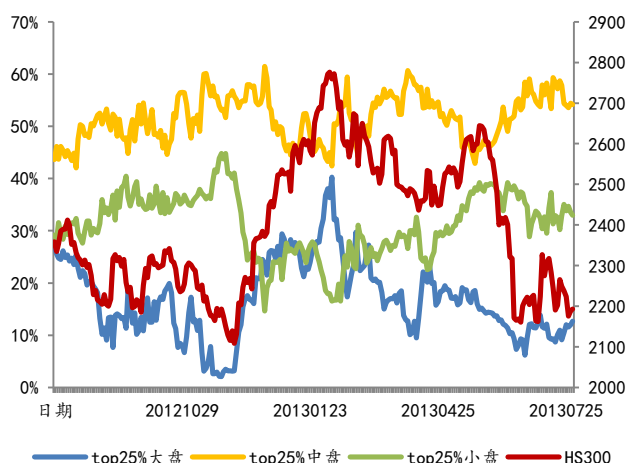


图 15：投顾十大重仓行业

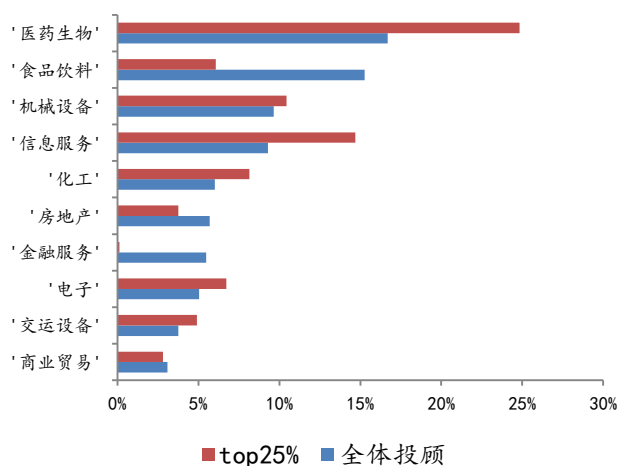
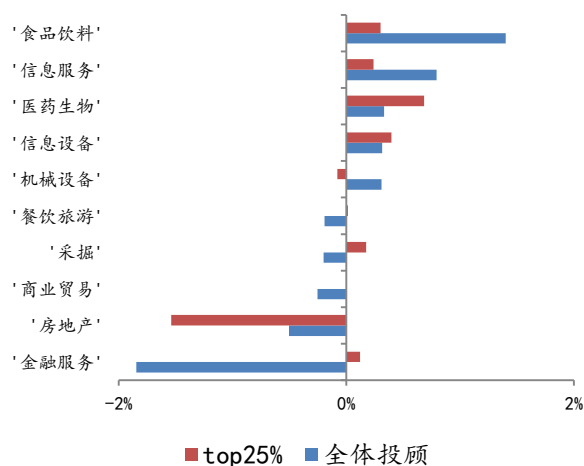


图 16：投顾十大仓位变动行业



二、大盘预判

总体结论：2013 年 8 月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为-0.5 分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为 0.25），较 7 月份的-0.5 分持平。在四个层面中，宏观经济好于上月份，中盘和小盘股估值较上月上升，估值不占优，大盘股估值受到严重打压，市场情绪小幅变差。

表 2：各层面因素对大盘总体影响

	主要观点	股市影响
宏观经济	1) CPI 走高、PPI 降幅收窄 2) 经济运行平稳，短期流动性紧张的格局逐步缓解	-1.0
估值盈利	1) 上月大盘股估值小幅下移、中盘和小盘股估值显著上升，中小盘与大盘估值差进一步扩大 2) 大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压	+1.5
政策预期	1) 经济在底限之上，而通胀在上限之下，政策上，主要是在守住底限的前提下，专注转型	-0.5
市场情绪	1) 公募基金估算仓位，处于近 10 个月偏高位置 2) 周均新增 A 股开户数，处于近 10 个月偏低位置 3) 长短期国债利差，创近 10 个月新低	-1.5

1、宏观经济

2013 年 7 月份，经济平稳，物价小幅上行，外贸水分挤出后逐渐恢复正常，流动性趋紧。蔬菜价格环比涨幅明显，猪肉价格小幅回升，食品价格上涨将带动当月 CPI 小幅回升，生产资料价格环比出现小幅提升，矿产品、黑色金属、化工和橡胶价格环比显著趋势上涨，PPI 将小幅上升，延续上月收窄走势。在多项打击虚拟贸易政策挤压下，下半年出口表现将更多取决于外围需求，进出口恢复正常，两个 PMI 指数中新出口订单均显示出口增强，进出口同比增速将反弹；受年初商品房销售大幅度增加影响，预计房地产投资仍处于较高水平，近期旨在支持某些需求领域的政策调整可能已经开始支撑实体经济活动，尤其是基础设施投资；考虑到美国推出 QE 预期，外汇占款增量保持低位的概率较大，银行间利率已经企稳，但仍略高于 5 月中旬的水平，预计货币和信贷供应增速可能基本保持稳定。

表 3：券商宏观经济预测

经济变量	去年 同期	上期	申银万国		高华证券		中信证券	
			7 月	变化	7 月	变化	7 月	变化

社会消费品零售总额	13.1	13.3	13.5	0.20	13.5	0.20	13.5	0.20
城镇固定资产投资	20.4	20.1	20.1	0.00	20.1	0.00	19.9	-0.20
出口额同比增长率	1	-3.1	5	8.10	3	6.10	4	7.10
进口额同比增长率	4.7	-0.7	2.4	3.10	5	5.70	5.5	6.20
外贸顺差	251.5	271.3	303.4	32.10	231	-40.30	240.4	-30.90
工业增加值	9.2	8.9	9	0.10	9.1	0.20	9.1	0.20
CPI	1.8	2.7	2.8	0.10	2.9	0.20	2.7	0.00
PPI	-2.9	-2.7	-2.7	0.00	-2.2	0.50	-2.2	0.50
银行新增贷款（十亿）	540	860.5	632.9	-227.60	--	--	700	-160.50
贷款余额同比增长率	15.9	15.1	15.1	0.00	14.3	-0.80	--	--
M2 同比增长率	13.9	14	14.2	0.20	--	--	14.30	0.30

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

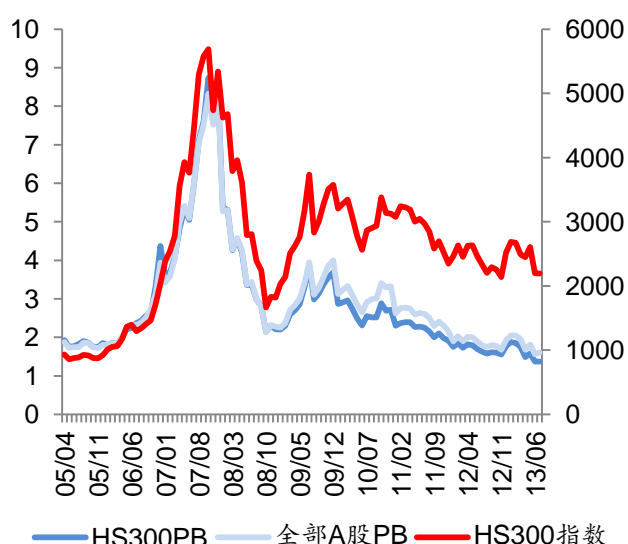


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

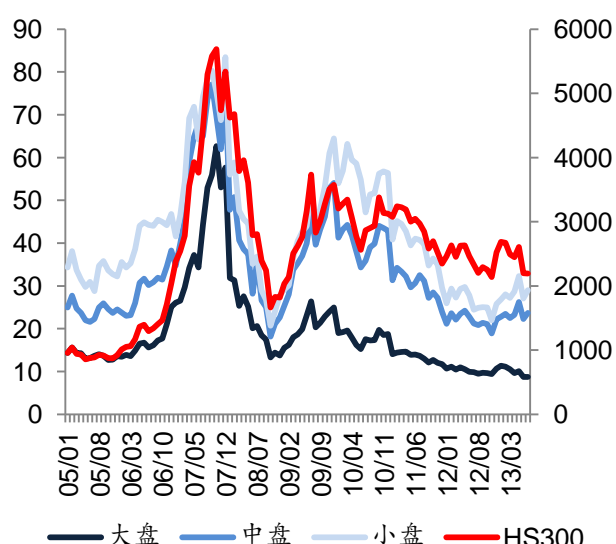
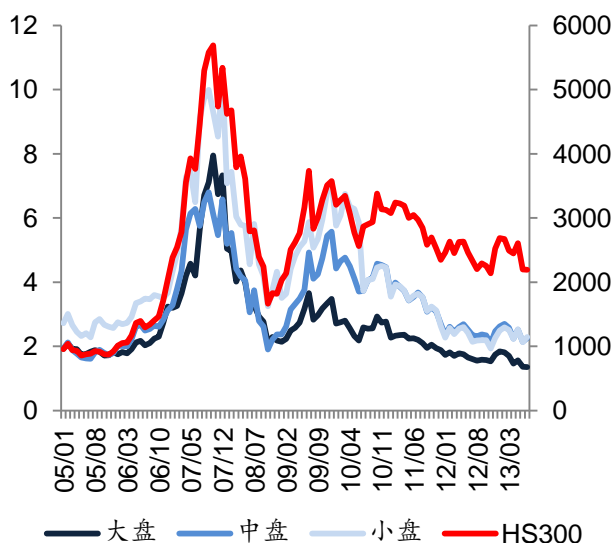


图 19: 风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 7 月份大盘震荡，沪深 300 指数下跌 0.35%，全市场估值上移 2.56%，大盘蓝筹股估值小幅度下移 0.74%，中盘股和小盘股估值分别上升了 5.61% 和 7.51%，总体上，当前大盘估值仍处于历史最低。全市场 PB 和沪深 300 板块 PB 分别为 1.6 和 1.37，较 2013 年 6 月份的 1.56 和 1.37 分别上升了 2.56% 和 0.00%。其中沪深 300 指数 PB 低于历史最低值 1.68，创出新低，估值具有相对优势。

2) 从估值结构看，大盘、中盘和小盘股当前 PE 分别为 8.75、23.71 和 29.04，相对于 2013 年 6 月份的 8.77、22.3 和 27.05，大盘股估值下降了 0.23%、中盘股和小盘股估值分别上升了 6.32% 和 7.36%；大盘股 PE 均低于 2005 年最低值 12.73 和 2008 年最低值 13.29；中盘和小盘 PE 仍分别高于 2008 年最低点 18.18 和 20.69。大盘、中盘和小盘股当前 PB 分别为 1.35、2.26 和 2.29，中盘和小盘 PB 分别高于历史最低值 1.61 和 1.93，大盘股 PB 低于历史最低值 1.53，相对而言，大盘股估值受到严重打压，处于历史底部区域。

3、政策预期

多方认为，当前经济运行平稳，在底限之上，而通胀在上限之下，政策上，主要是在守住底限的前提下，专注转型，预计十八届三中全会之后，经济领域的改革会加速推进和实施，重点关注新型城镇化、破除垄断、利率市场化以及多渠道化解产能过剩。

表 4: 宏观经济政策预判

空方观点	空方	空方政策预期	空方逻辑
------	----	--------	------

多方观点	多方	多方政策预期	多方逻辑
专注转型	申银万国	经济领域改革会加速推进和实 施，重点关注新型城镇化、破除 垄断、利率市场化以及多渠道化 解产能过剩	1、经济运行平稳，在底限之上，通 胀小幅上行，但低于上限

4、市场情绪

市场情绪综合得分为-1.5 分（分值区域从-3 分至+3 分），较上月底所得-1.0 分小幅下降，提示市场情绪小幅变差。

- 1) 公募基金仓位估算为 78%，处于近 10 个月偏高位置，得 1.3 分。
- 2) 银行间固定利率国债期限利差（10-1 年）为 0.2%，创近 10 个月新低，得-3 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 8.0 万户，处于近 10 个月偏低位置，得-2.7 分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深 300 走势

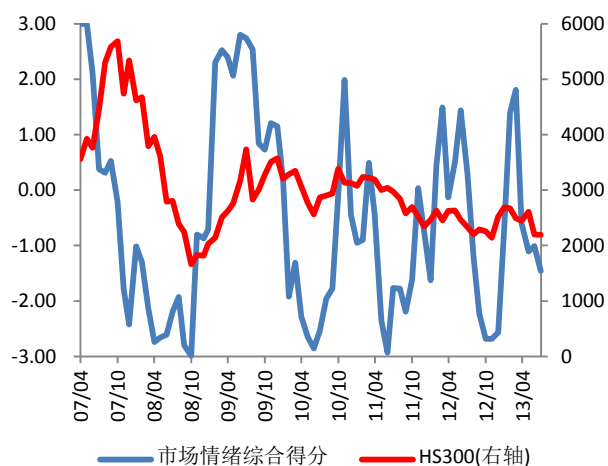


图 21：估算基金仓位与沪深 300 走势

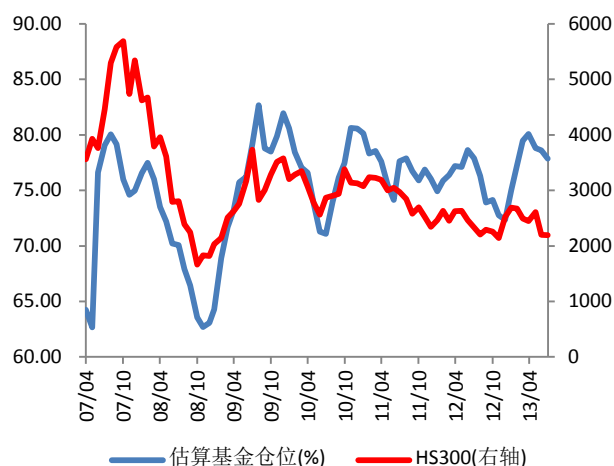


图 22：长短期国债利差与沪深 300 走势

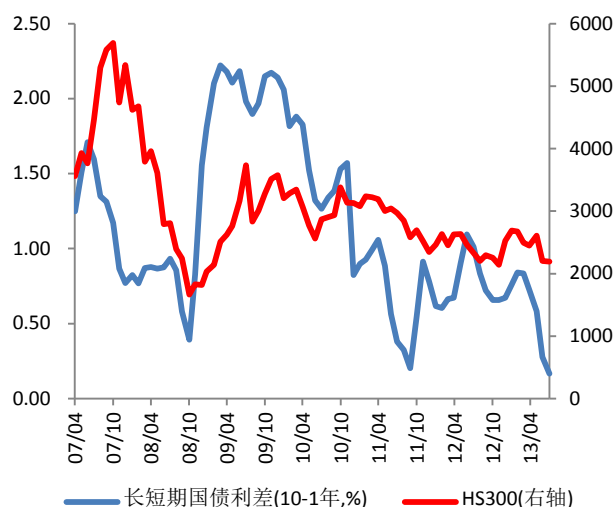
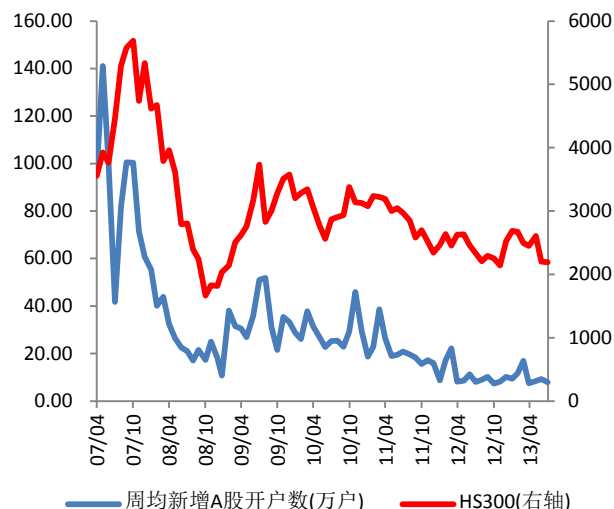


图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

7 月份市场呈现震荡状态，政策也不断出台，但市场对政策的解读存在分歧。8 月份部分机构认为稳增长政策仍将持续出台，经济增长的预期仍将持续改善，短期流动性预期修复，可以战术加仓；也有部分机构认为大范围审计、央行的逆回购操作搅乱了对于政策的预期，周期性行业的需求增速很有可能正处于短周期需求景气的高点而非低点，预计 8 月市场区间波动概率较大。

表 5：利多兑现，战术加仓

机构	看多行业	看多逻辑
中信证券	地产、建筑装饰、铁路、金融、电力、环保、TMT	稳增长政策仍将持续出台；短期经济增长的预期仍将持续改善；短期流动性预期修复。上述利多随时间推移仍将不断出现，A 股有望震荡上行。继续推荐低估值蓝筹与优质成长两条主线：看好地产和建筑装饰、铁路和管网设备、金融、电力等低估值蓝筹及节能环保、TMT 等优质成长板块。
申银万国	医药、家电、汽车	继续看好医药等消费品和少量新兴真成长，消费品配置范围适当扩展至可选消费（低估值的家电和汽车），这也是战术加仓的重点方向。 另一个选股思路依旧是稳增长，看好地产通信电力设备，铁路适当关注；能涨价的稀土、部分化工品和水泥是周期中的“高富帅”；战术上，资金灵活或者仓位较低的投资者可考虑低 PB、PE 的超跌反弹组合；此外，还可以关注由于干旱和高温天气导致的部分农产品涨价以及受益于抗旱的种子、农药、水利等主题性机会。

表 6：区间波动，短期配置

机构	看多行业	看多逻辑
安信证券	食品饮料、电力、建筑、医药、家电、零售、保险和铁路	预计 8 月市场区间波动概率较大，建议短期超配食品饮料、电力、建筑、医药、家电、零售、保险和铁路板块。题材类建议投机铁路、电网智能化和配电网建设、城市网管改造、水泥、新能源等行业。

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：GFTD 第二版择时策略；短期多因子模型择时策略；相似性匹配行业配置策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
A 股量化择时模型 GFTD 第二版	广发证券	策略逻辑： 发出买入信号条件：买入启动完成，买入计数达到一定值。买入启动，即连续 4 个 K 线，每个 K 线比 T-4 根 K 线的收盘价低。计数阶段，在任意 K 线位置上同时满足三个条件（收盘价大于或等于之前第 2 根 K 线最高价；最高价大于之前第 1 根 K 线的最高价；收盘价大于之前第 1 个计数的收盘价）则计数加 1，当买入计数为 4 时发出买入信号。 策略表现： 自 2000 年以来，对于上证指数，胜率 51.8%，盈利交易平均收益 14.1%，亏损交易平均收益-4.4%，盈亏比 3.19 倍，最大回撤为-23.5%。
量化择时之短期多因子模型	长江证券	策略逻辑： 根据资本市场数据作出短期判断。选择六个指标：市场价格指标（沪深 300 指数）；期货价格（LME 金属价格指数，锌）；宏观流动性（长三角票据直贴利率，SHIBOR1 周利率）；股市流动性（基金仓位）。 策略表现： 自 2006 年以来，对于沪深 300 指数，胜率 57%，信息比 1.04。
我们能打败最好的行业吗——行业配置量化方法	国泰君安证券	策略逻辑： 利用机器学习的相似性匹配原理：假设历史可重复，利用机器自我学习机制，寻找所谓“相似集”，分析其最后一期的历史走势，并通过最优化方法得出当前组合配置的最优权重。 策略表现： 自 2009/12/18 至 2013/8/2，单边交易成本 0.05%，周策略净值 1.26，持有沪深 300 策略净值 0.66。

2、学术研究

本期重点关注：组织资本影响股票回报；分析师覆盖影响公司投融资；股东保护与股票市场融资影响研发投入率。

表 8：学术研究动态

论文名称: Organization Capital and the Cross-Section of Expected Returns

来源: The Journal of Finance (2013)

主要观点:

组织资本 (organization capital) 是指企业所专属的信息性资产, 包括单个管理者和工人经过学习所获得的经验中的一部分, 以及由专属信息性资产所产生的团队效应。组织资本更多的公司, 相比于组织资本更少的公司, 平均收益高 4.6%。

论文名称: The Real Effects of Financial Shocks: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage

来源: The Journal of Finance (2013)

主要观点:

论文研究分析师覆盖对公司投融资政策的影响效果。分析师覆盖降低, 提高了信息不对称性, 因此提高了资本费用, 降低了投融资。与没有失去分析师的相似公司相比, 每失去一个分析师, 公司总资产中, 投资降低 1.9%, 融资降低 2.0%。

论文名称: Law, Stock Markets, and Innovation

来源: The Journal of Finance (2013)

主要观点:

通过研究 32 个国家的大量样本, 论文发现更强有力的股东保护, 更易进行的股票市场融资, 带来长期研发投资率的显著提高, 尤其是在小公司中, 但是这些对于固定资产投资并不重要。信用市场发展对于固定资产投资有一般影响, 但是对于研发没有影响。论文表明, 法律规则与金融发展, 影响外部股权融资的可获得性, 对于有风险的、不易通过债权融资的无形投资尤其重要。

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供华润深国投信托有限公司（以下简称“本公司”）内部或相关客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的私募基金或投资标的的价格、价值及投资收益可能会出现波动。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华润信托研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的投资标的。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。