

投研参考（2013年9月刊）

摘要：

一、投顾表现

8月份投顾月平均收益率为3.05%，同期沪深300指数收益率为5.51%；本月86%的产品取得正收益。

1、8月末全体投顾平均股票仓位为56%，较上月末上升7%；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61%，较上月末上升8%。

2、从风格看，8月末全体投顾消费股配置比例高于周期股2%，top25%的投顾消费股配置比例高于周期股14%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（43%），较上月末下降2%；top25%的投顾配置比例最高的也是中盘股（46%），较上月末下降8%。

3、8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金融服务，平均仓位降低较大的行业是化工。

二、大盘预判

总体结论：2013年9月份，大盘综合得分为0.125分。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，市场情绪小幅变好。

1、宏观经济：CPI持平、PPI降幅收窄，经济延续上月企稳回升的走势，政策在总体稳定基础上定向宽松。

2、估值盈利：上月大盘股、中盘和小盘股估值均显著上升，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：十八届三中全会将至，推出一些配套的行政、财税、金融改革。

4、市场情绪：小幅变好。

三、策略关注

1、淡季不淡、风险不大：淡季经济数据表现出景气程度上升，预计市场短期内仍将弱势反弹或区间整理，周期性行业和题材股受关注。

2、炒作风重、提防风险：前期炒作风气重，后续若没有增量资金，需要提防大盘震荡加剧的风险。

四、研究动态

1、券商研究关注：波动率均线交叉交易策略；Beta与杠杆价差套利策略；深度报告事件驱动策略。

2、学术研究关注：收入转移影响公司表现；商业单元经理权力影响公司内部资本分配；美国股票回报影响其他国家股票回报。



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	14



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：淡季不淡、风险不大.....	12
表 6：券商研究动态	13
表 7：学术研究动态	14

图表目录

图 1：8 月份投顾收益率分布	4
图 2：2013 年累计收益率分布	4
图 3：8 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) 8月份投顾的平均收益率为3.05%，86%的产品取得了正收益；2013年投顾的平均累计收益率为7.61%，有77%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) 8月份选股型和稳健风格的投顾表现较好；2013年宏观趋势型和平衡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1：8月份投顾收益率分布

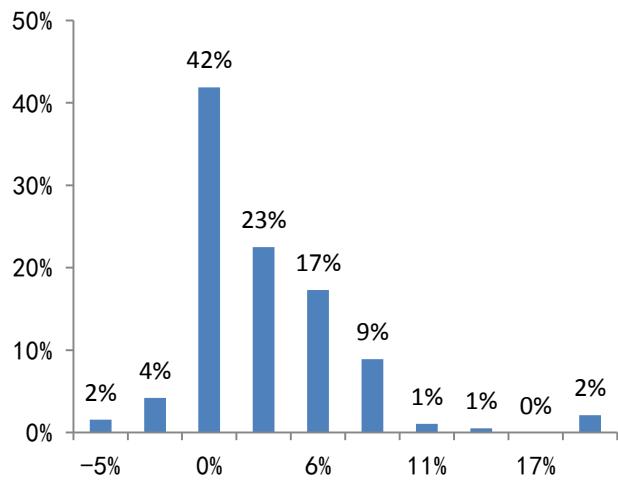


图2：2013年累计收益率分布

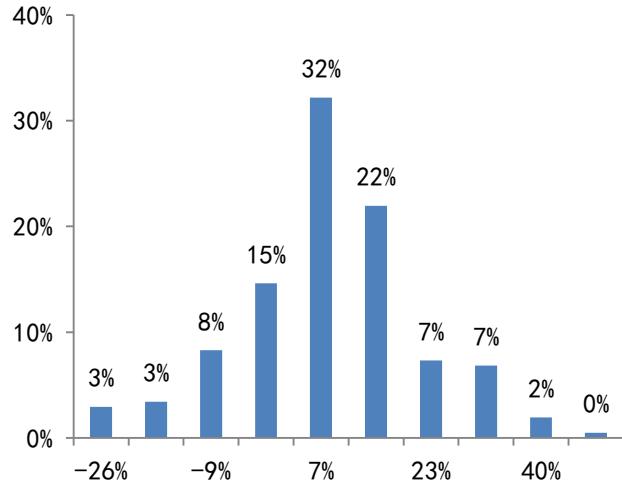




图3：8月份投顾风格表现

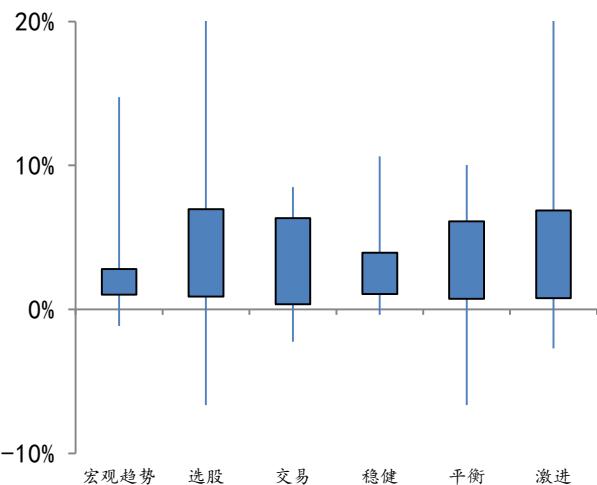
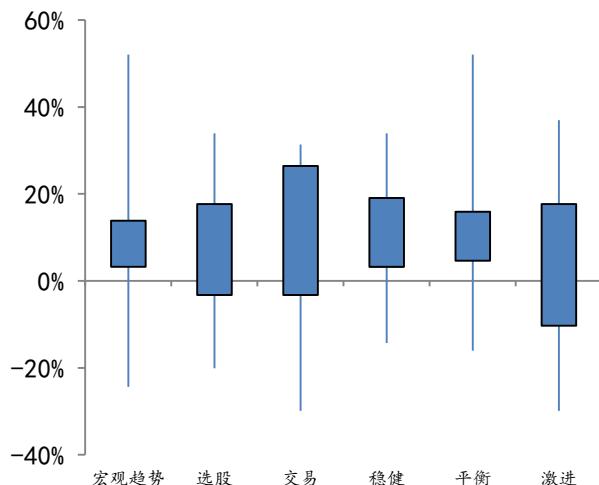


图4：2013年投顾风格表现



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

2、配置分析

1) 8月末全体投顾平均股票仓位比例为56%，较上月末上升7%；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61%，较上月末上升8%。选股型投顾股票仓位比例最高（82%），较上月末上升5%；交易型投顾股票仓位比例最低（55%），较上月末上升14%；宏观趋势型投顾股票仓位比例为59%，较上月末上升16%。

2) 从股票风格看，8月末全体投顾对消费股平均配置比例为40%，较上月末下降1%；对周期股平均配置比例为38%，较上月末上升3%。8月末top25%的投顾对消费股平均配置比例为44%，较上月末上升4%；对周期股平均配置比例为30%，较上月末上升1%。

3) 从市值分布看，8月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（43%），较上月末下降2%；大盘股平均配置比例最低（24%），较上月末上升5%；小盘股平均配置比例为33%，较上月末下降2%。top25%投顾对中盘股的平均配置比例最高（46%），较上月末下降8%；大盘股平均配置比例最低（16%），较上月末上升3%；小盘股的平均配置比例为38%，较上月末上升5%。

4) 从行业配置看，8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金融服务（上升2.74%），平均仓位降低较大的行业是信息服务（下降3.72%）。top25%的投顾平均仓位增加较大的行业是金融服务（上升3.17%），平均仓位降低较大的行业是化工（下降3.80%）。



图5：投顾平均仓位变动

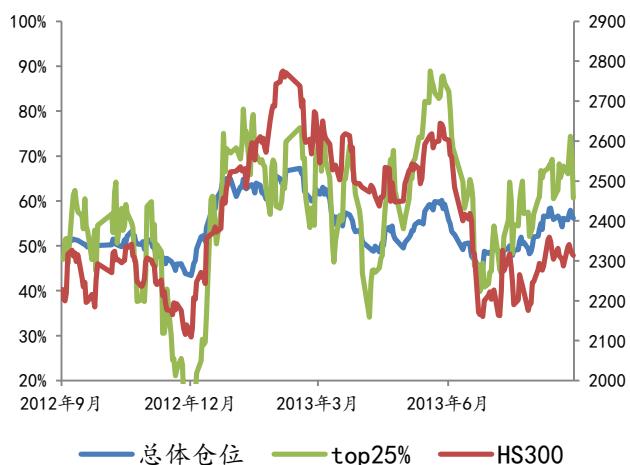


图6：投顾最新配置比例

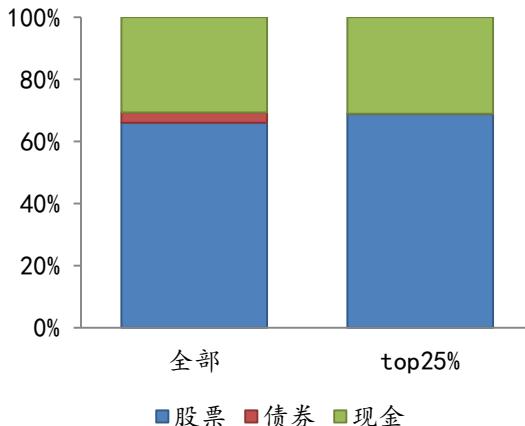


图7：投资理念平均仓位变动

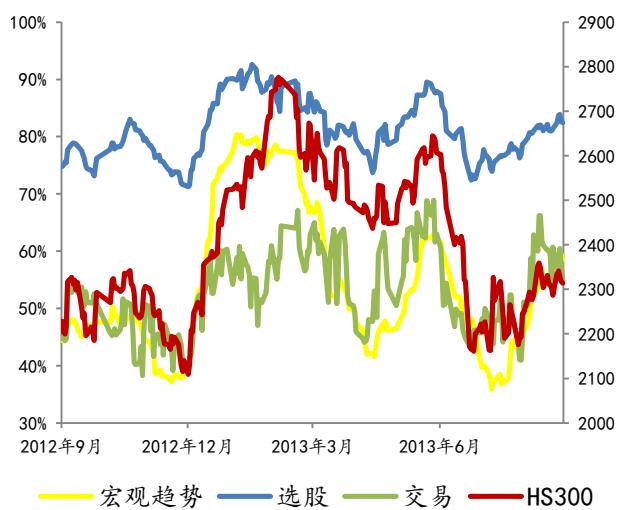


图8：投资理念最新配置比例

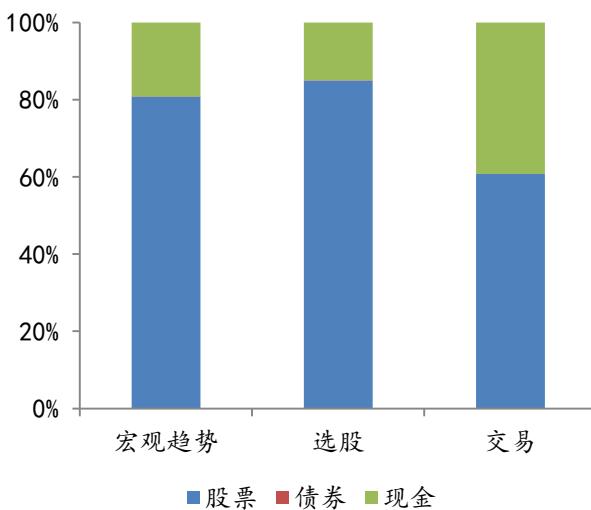


图9：交易风格平均仓位变动

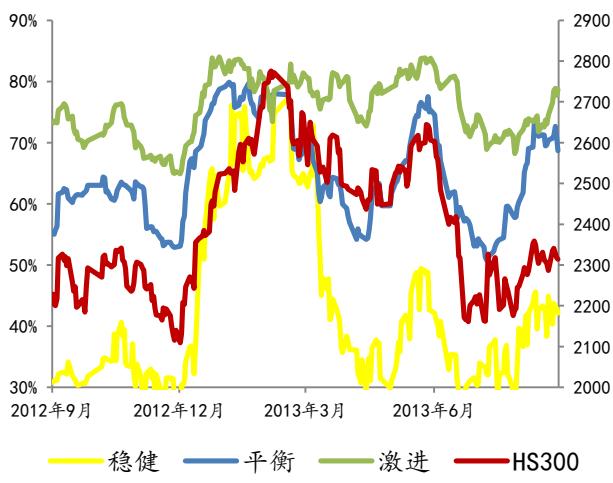
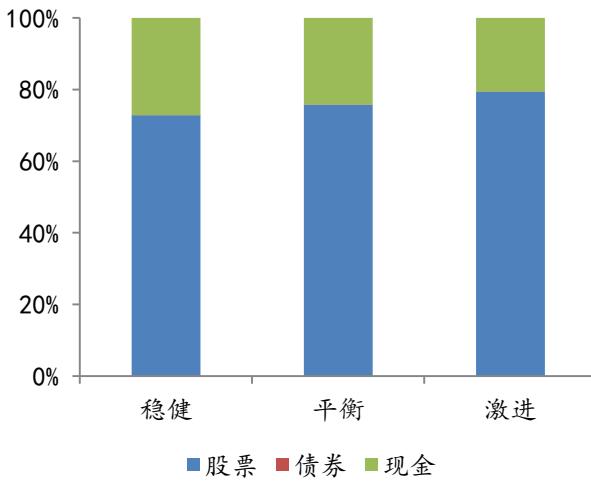


图10：交易风格最新配置比例





华润信托

2013年9月

图 11：投顾股票风格配置走势

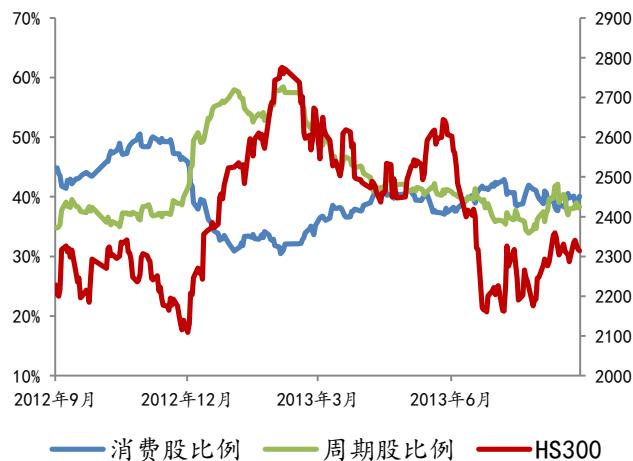


图 12：投顾股票风格配置走势

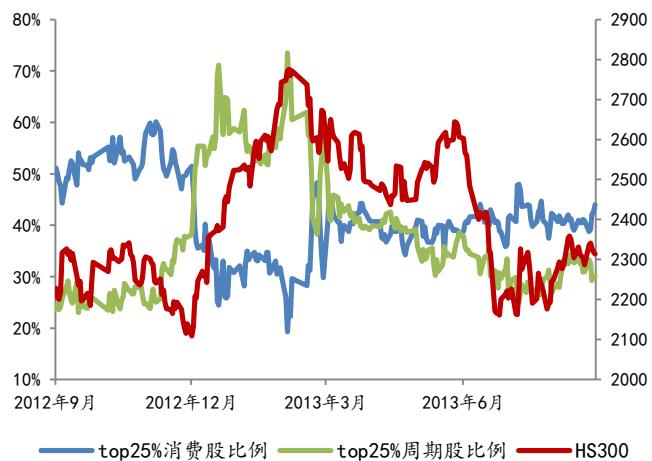


图 13：top25%投顾股票风格配置走势

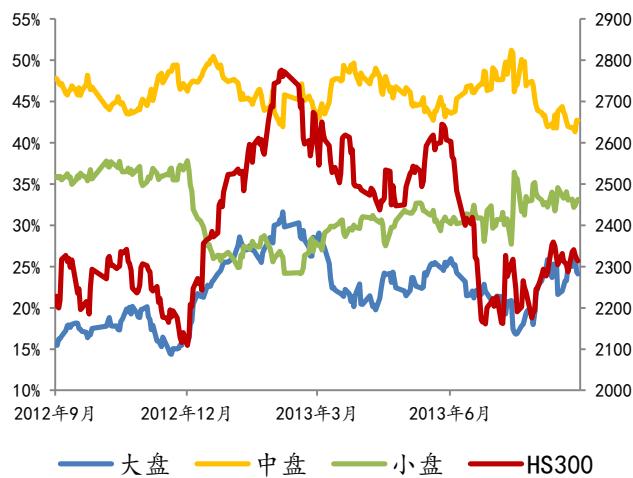


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

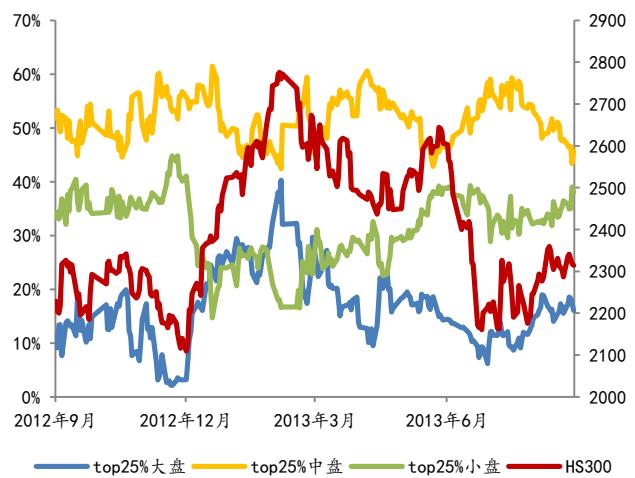


图 15：投顾十大重仓行业

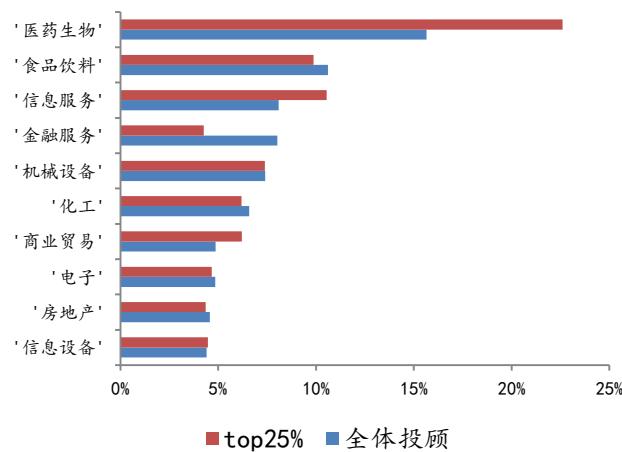
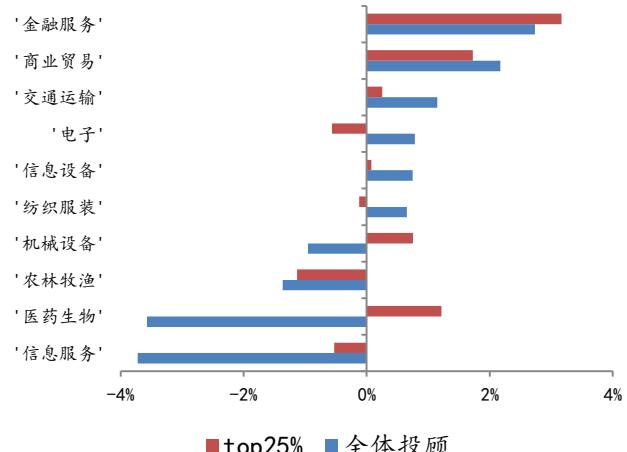


图 16：投顾十大仓位变动行业





二、大盘预判

总体结论：2013年9月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为0.125分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为0.25），较8月份的-0.5分上升明显。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，市场情绪小幅变好。

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 持平、PPI 降幅收窄 2) 经济延续上月企稳回升的走势，政策在总体稳定基础上定向宽松	-0.5
估值盈利	1) 上月大盘股、中盘和小盘股估值均显著上升，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) 十八届三中全会将至，推出一些配套的行政、财税、金融改革	0.5
市场情绪	1) 公募基金估算仓位，处于近10个月中等位置 2) 长短期国债利差、周均新增A股开户数，处于近10个月偏低位置	-1.0

1、宏观经济

2013年8月份，经济延续上月企稳回升的走势。预计8月份CPI增长2.7%，PPI降幅收窄至-1.8%，发达经济体需求好于新兴经济体，出口增速保持稳定，进口则受国内经济需求的带动略有改善。日均粗钢产量与发电量同比增速均比7月份明显改善，需求回升对工业拉动继续体现；预计投资增速与上月持平，结构化继续，房地产和基础设施投资增速相对较高，而制造业投资增速仍处低位。货币和信贷工业可能较上月小幅度放松。受益于出口的回升和国内稳增长政策的实施，工业增加值出现明显的回升，钢铁、水泥等生产资料价格回升，经济呈现企稳回升迹象。

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	
			8月	变化	8月	变化	8月	变化
社会消费品零售总额	13.2	13.2	12.8	-0.40	13.4	0.20	13.3	0.10
城镇固定资产投资	20.2	20.1	20.1	0.00	20.2	0.10	20.1	0.00



华润信托

2013 年 9 月

	2.7	5.1	5.1	0.00	6.5	1.40	6.7	1.60
出口额同比增长率	2.7	5.1	5.1	0.00	6.5	1.40	6.7	1.60
进口额同比增长率	-2.6	10.9	11.7	0.80	10.9	0.00	11	0.10
外贸顺差	266.61	178.2	179.1	0.90	215	36.80	215	36.80
工业增加值	8.9	9.7	9.9	0.20	10.2	0.50	9.7	0.00
CPI	2	2.7	2.7	0.00	2.6	-0.10	2.8	0.10
PPI	-3.5	-2.3	-1.8	0.50	-1.7	0.60	-1.8	0.50
银行新增贷款(十亿)	703.9	699.9	710	10.10	--	--	730	30.10
贷款余额同比增长率	16.1	14.3	14.1	-0.20	14.2	-0.10	--	--
M2 同比增长率	13.5	14.5	14.8	0.30	--	--	14.50	0.00

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

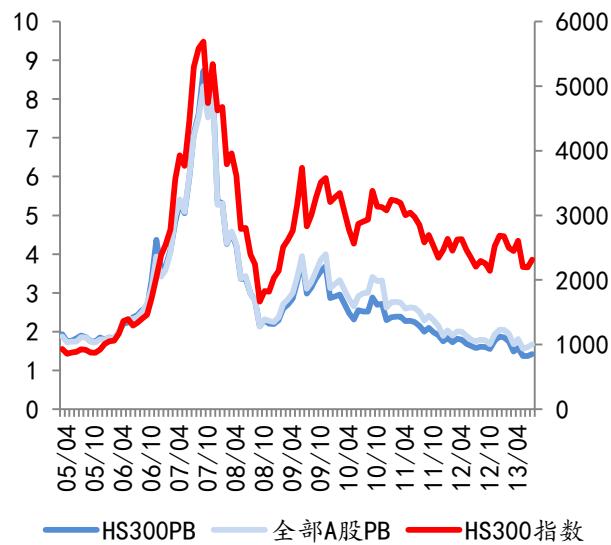


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

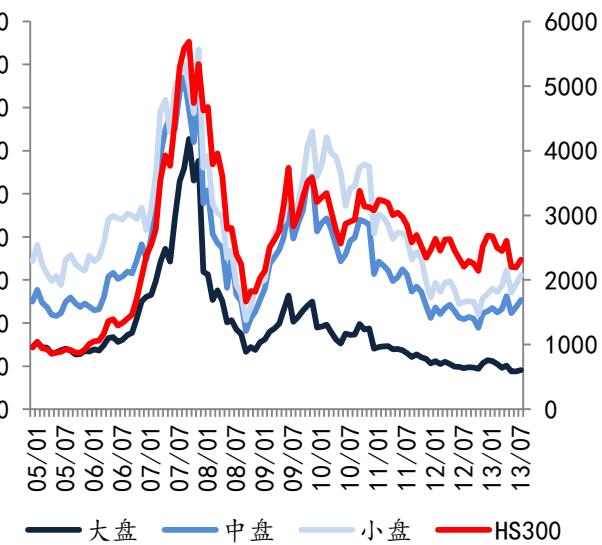
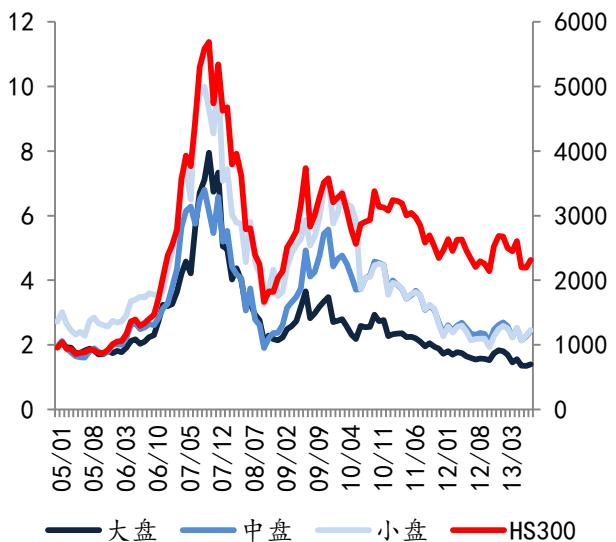




图 19：风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 8 月份大盘震荡上行，沪深 300 指数上涨 5.51%，全市场估值上移 4.37%，大盘蓝筹股估值上移 3.70%，中盘股和小盘股估值分别上升了 7.52% 和 7.42%，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 1.67 和 1.42，较 2013 年 7 月份的 1.6 和 1.37 分别上升了 4.37% 和 3.65%。其中沪深 300 指数 PB 低于历史最低值 1.68，当前估值在底部区域，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 9.05、25.38 和 31.18，相对于 2013 年 7 月份的 8.75、23.71 和 29.04，大盘股、中盘股和小盘股估值分别上升了 3.43%、7.04% 和 7.37%；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 1.4、2.43 和 2.46，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，规模扩张模式的瓶颈期来临，政府已经开始追求通过调整结构切换经济增长动力，推动产业升级。十八届三中全会将至，推出一些配套的行政、财税、金融改革。其核心是从低成本优势向创新优势转变，从政府主导向市场化主导转变，重点是发展服务业（包括生产服务业）和高端制造业。

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 国泰君安

十八届三中全会将至，推出一些配套的行政、财税、金融改革

1、规模扩张模式的瓶颈期来临，政府已经开始追求通过调整结构切换经济增长动力，推动产业升级。
2、经济发展需要从低成本优势向创新优势转变，从政府主导向市场化主导转变。

4、市场情绪

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

- 1) 公募基金仓位估算为77%，处于近10个月中等位置，得1.0分。
- 2) 银行间固定利率国债期限利差(10-1年)为0.4%，处近10个月偏低位置，得-1.1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

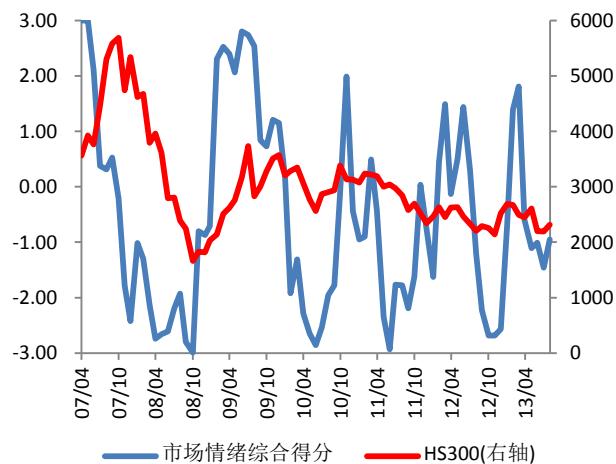


图 21：估算基金仓位与沪深300走势

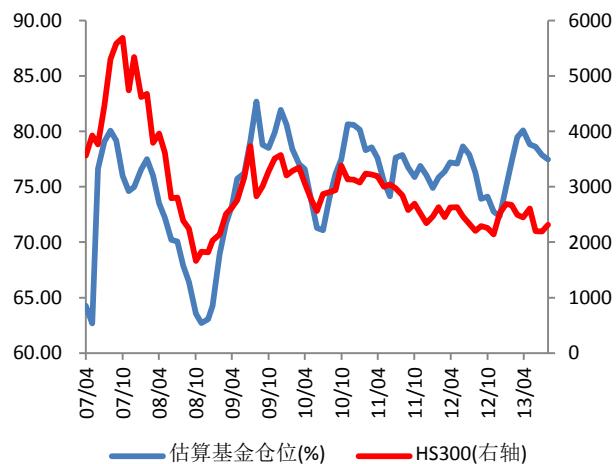




图 22：长短期国债利差与沪深 300 走势

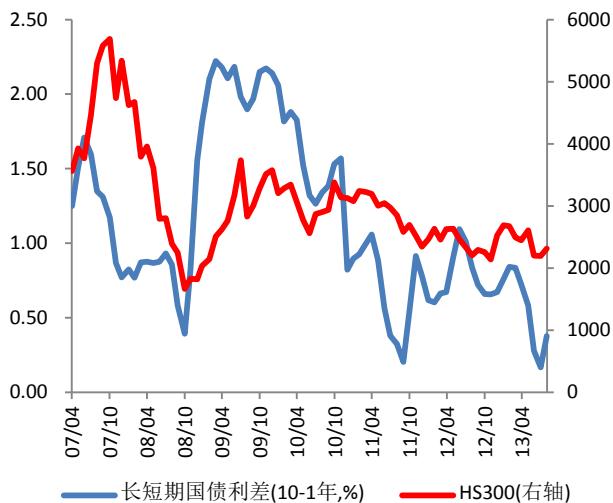
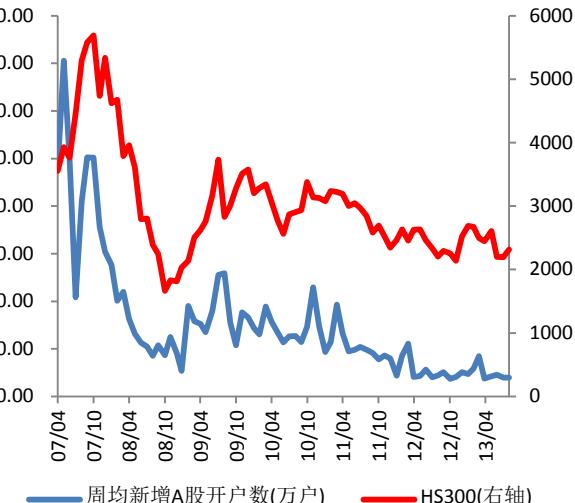


图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

8 月份市场启动上海自贸区行情，短期主体炒作明显，另外 8 月份经济数据显示出口、消费、投资等数据都有不同程度回升。9 月份部分机构认为，6 月至 8 月的淡季经济数据表现出的其实是景气程度上升，经历了一个不太淡的淡季，预计市场短期内仍将弱势反弹或区间整理；也有部分机构认市场情绪浮躁、炒作风气重，后续若没有增量资金，则后续需要提防大盘震荡加剧的风险。

表 5：淡季不淡、风险不大

机构	看多行业	看多逻辑
安信证券	周期性行业，自贸区、城镇化方案、资源价格改革等热点	在周期股企稳、题材股活跃的情形下，预计市场短期内仍将弱势反弹或区间整理，暂时不存在大幅下跌的风险。进入到四季度末期后，如果房地产交易量和投资增速趋弱，则市场可能将重新进入到下行趋势中。 在行业配置上，认为周期性行业的弱势逆转，建议增加周期性行业的配置。弱周期行业短期内维持弱势震荡的概率较大，长期来说，仍然看好。题材类炒作的热点目前已经由 TMT 切换至自贸区，在十八届三中全会前，预期炒作特点可能向城镇化方案、资源价格改革等领域转移。
申银万国	医药、地产、通信、电力设备、稀土、部分化工品和水泥	策略建议上，依然建议中军不动，几条思路结构应对：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）；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



以考虑低 PB、PE 的超跌反弹组合。此外，还可以关注可穿戴式设备、三中全会改革方向等主题性机会。

表 6：炒作风重、提防风险

机构	看多行业	看多逻辑
兴业证券	金融、信息消费、节能环保、新能源、医药消费	市场情绪浮躁、炒作风气重，后续若没有增量资金，则后续需要提防大盘震荡加剧的风险。休整是为了远方更好的风景。 配置上，核心配置继续持有竞争格局改善的行业龙头。针对追求相对收益的投资者，短期均衡配置成长股和传统价值股，其中，长期受益于经济转型方向的新兴成长股需要深入优选、防范短期“挤泡沫”风险，耐心淘金信息消费、节能环保、新能源、医药消费等。

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：波动率均线交叉交易策略；Beta 与杠杆价差套利策略；深度报告事件驱动策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
基于波动率预测的交易策略	广发证券	策略逻辑：波动率均线交叉策略，波动率扩大即短均线上穿长均线时做多。 策略表现：自 2010 年以来，股指期货主力合约，年化收益率 27.30%，最大回撤 13.32%。
基于“Beta – Leverage spread”的周期行业套利策略	国泰君安证券	策略逻辑：杠杆的变化影响投资者对企业未来 ROE 的不确定性，从而通过交易行为将这种不确定性反映在股票的 Beta 中，同时影响股价的变化。当 Beta 排序与其杠杆排序相差较大时，股票的“Beta–Leverage spread”有明显向 0 收敛的趋势，且收敛幅度与 spread 大小有显著的正相关关系。 策略表现：自 2008 至 2013 年，以房地产、采掘、有色、机械、建材、轻工等周期行业构成股票池，采用市值加权配置方法，“B-L”套利策略年化收益 15.6%，夏普比率为 0.92。
在深度报告中挖掘事件驱动投资机会	广发证券	策略逻辑：将股票交易佣金排名 1-5 名的券商统称为大型券商，将买入和推荐评级统称为优秀评级。优秀评级和未知评级的深度报告超额收益较高，知名分析师或大型券商的分析师的深度报告超额收益较高，报告评级和分析师对超额收益有着共同作用。 策略表现：自 2010 年以来，大型券商的分析师发布优秀评级或未知评级的深度报告后，推迟 5 个交易日买入，持有 40 个交易日，



相对沪深 300 指数，年化超额收益 18.53%，超额收益最大回撤为 -20.82%。

2、学术研究

本期重点关注：收入转移影响公司表现；商业单元经理权力影响公司内部资本分配；美国股票回报影响其他国家股票回报。

表 5：学术研究动态

论文名称：Taxes, Theft, and Firm Performance

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文研究收入转移与公司表现之间的相互作用。论文表明，收入转移与公司表现负相关，且其主要原因是管理转移而非避税。论文进一步表明，更严格的征税，可提高公司表现。

论文名称：Opening the Black Box: Internal Capital Markets and Managerial Power

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文研究跨国联合企业的内部资本市场，通过使用商业单元规划与实际分配的数据以及商业单元 CEO 的调研结果。对于突如其来的暴利，更有权力的经理得到更多分配，并更多地增加投资。论文确定突如其来的暴利为资本错误分配的来源，因为更有权力的经理过度投资，而且其商业单元后续表现与产出更低。论文有助于理解公司内部资源分配的摩擦，并表明权力可能导致无效率的一种途径。

论文名称：International Stock Return Predictability: What Is the Role of the United States?

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文研究不同国家股票月度回报的领先—滞后关系，并确认美国的领先角色：美国股票的滞后回报，显著预测了很多非美工业化国家的股票回报；而非美股票的滞后回报，对于美国股票回报的预测能力有限。

**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。