

投研参考 (2013 年 10 月刊)

摘要:

一、投顾表现

9 月份投顾月平均收益率为 4.12%，同期沪深 300 指数收益率为 4.11%；本月 89% 的产品取得正收益。

1、9 月末全体投顾平均股票仓位为 58%，较上月末上升 2%；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 71%，较上月末上升 10%。

2、从风格看，9 月末全体投顾消费股配置比例高于周期股 10%，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%），与上月末持平；top25% 的投顾配置比例最高的也是中盘股（47%），较上月末上升 1%。

3、9 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餐饮旅游，平均仓位降低较大的行业是医药生物。

二、大盘预判

总体结论：2013 年 10 月份，大盘综合得分为 0.00 分，较 9 月份的 0.125 分小幅下降。在四个层面中，宏观经济好于上月份，估值不占优，市场对政策层面预期较充分，市场情绪小幅变好。

1、宏观经济：CPI 回升、PPI 降幅收窄，经济继续延续不错的态势，信贷条件保持稳定。

2、估值盈利：上月大盘股、中盘和小盘股估值均显著上升，大盘估值与中小盘差距进一步扩大，大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压。

3、政策预期：IPO 重启和海外 QE 退出大概率发生在今年 4 季度，市场对十八届三中全会政策改革预期较高。

4、市场情绪：小幅好转。

三、策略关注

1、改革预期、仍有可为：经济复苏短期无法证伪，三中全会前改革预期明显，主题投资仍有可为。

2、欠缺机会、彩云易散：四季度经济动量可能减弱，市场指数欠缺机会，题材炒作风险较高。

四、研究动态

1、券商研究关注：MDI 指标体系择时策略；阴阳选股策略；分析师评级和覆盖度事件驱动策略。

2、学术研究关注：卖空不影响股价；风险管理影响公司价值；合计风险影响公司信贷额度成本与现金储备。

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: 改革预期、仍有可为.....	12
表 6: 欠缺机会、彩云易散.....	13
表 7: 券商研究动态	13
表 8: 学术研究动态	14

图表目录

图 1: 9 月份投顾收益率分布	4
图 2: 2013 年累计收益率分布	4
图 3: 9 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) 9 月份投顾的平均收益率为 4.12%，89%的产品取得了正收益；2013 年投顾的平均累计收益率为 11.79%，有 79%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) 9 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 1：9 月份投顾收益率分布

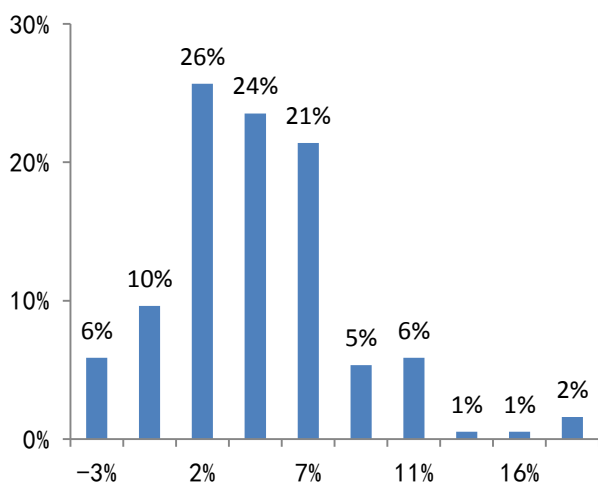


图 2：2013 年累计收益率分布

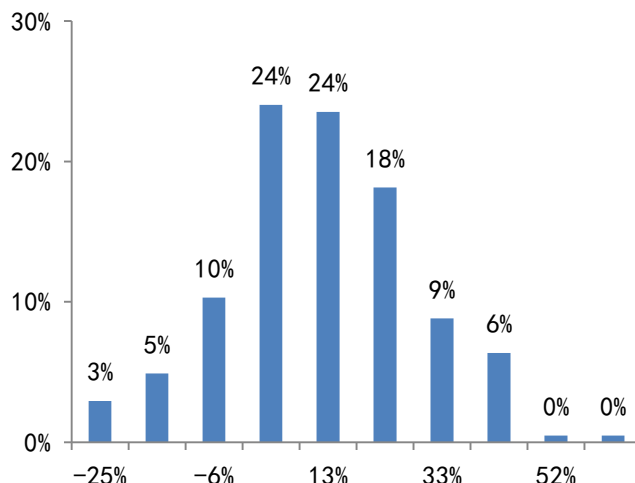


图 3：9 月份投顾风格表现

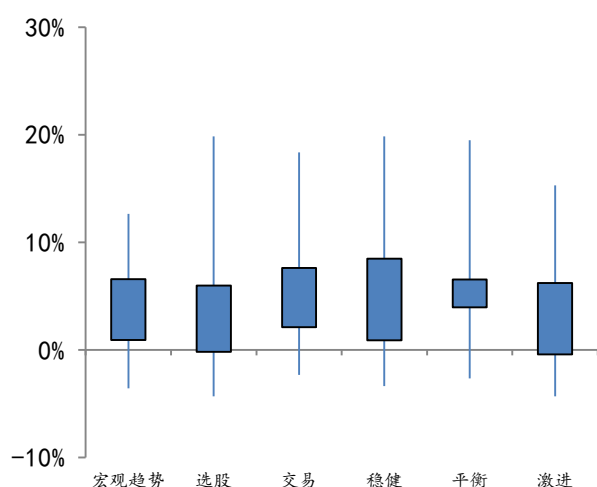
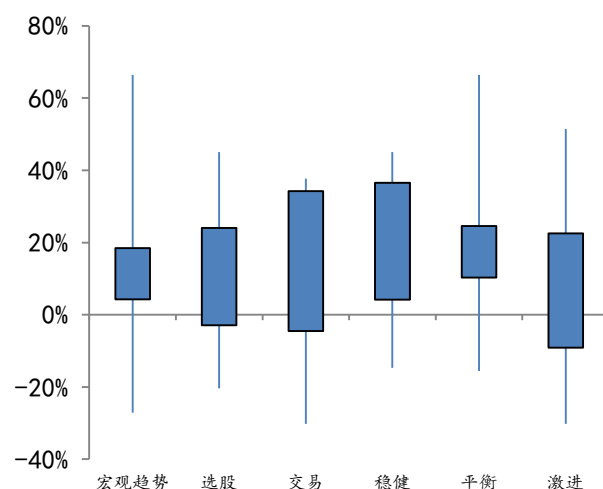


图 4：2013 年投顾风格表现



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) 9 月末全体投顾平均股票仓位比例为 58%，较上月末上升 2%；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 71%，较上月末上升 10%。选股型投顾股票仓位比例最高（83%），较上月末上升 1%；交易型投顾股票仓位比例为 57%，较上月末上升 2%；宏观趋势型投顾股票仓位比例也为 57%，较上月末下降 2%。

2) 从股票风格看，9 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 43%，较上月末上升 3%；对周期股平均配置比例为 33%，较上月末下降 5%。9 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 43%，较上月末下降 1%；对周期股平均配置比例为 29%，较上月末下降 1%。

3) 从市值分布看，9 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（43%），与上月末持平；大盘股平均配置比例最低（21%），较上月末下降 3%；小盘股平均配置比例为 36%，较上月末上升 3%。top25% 投顾对中盘股的平均配置比例最高（47%），较上月末上升 1%；大盘股平均配置比例最低（13%），较上月末下降 3%；小盘股的平均配置比例为 39%，较上月末上升 1%。

4) 从行业配置看，9 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餐饮旅游（上升 1.60%），平均仓位降低较大的行业是房地产（下降 1.68%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是餐饮旅游（上升 4.12%），平均仓位降低较大的行业是医药生物（下降 3.39%）。

图 5：投顾平均仓位变动

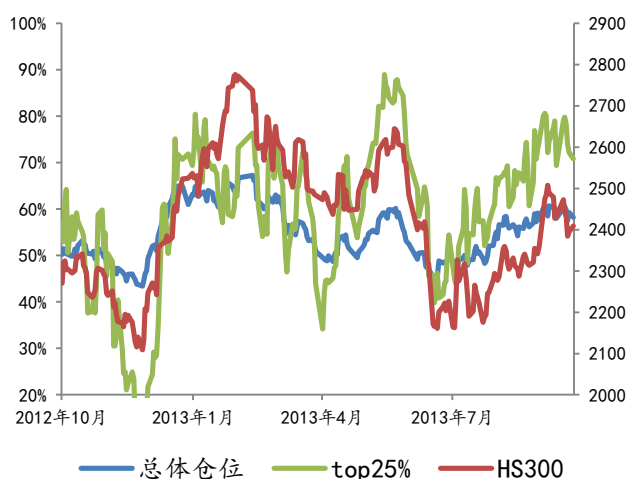


图 6：投顾最新配置比例

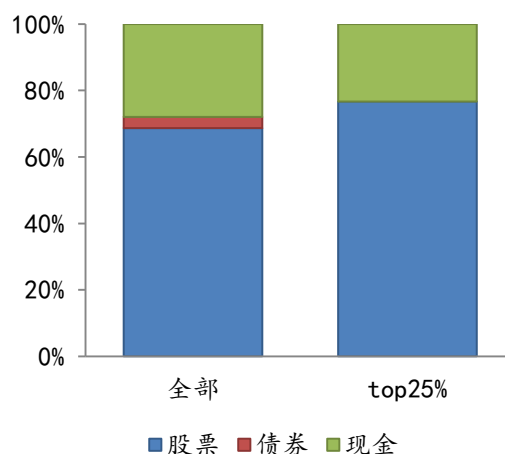


图 7：投资理念平均仓位变动

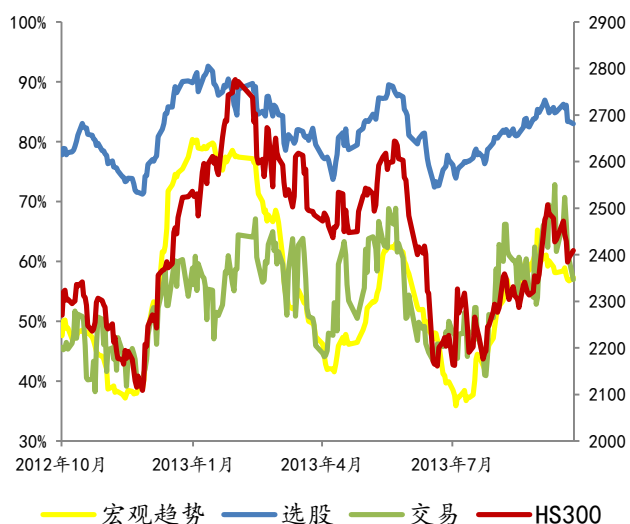


图 8：投资理念最新配置比例

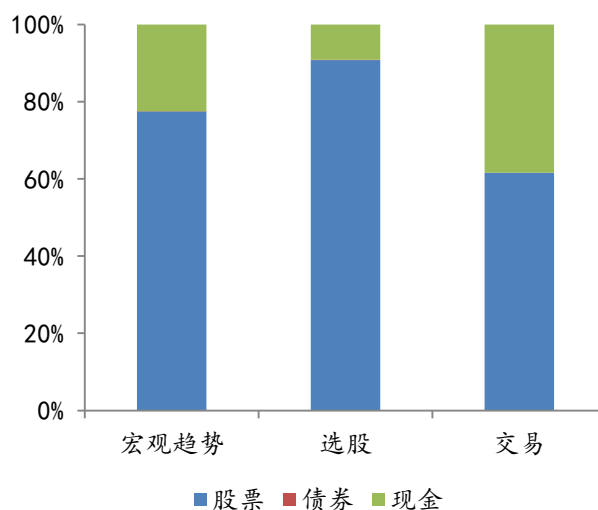


图 9：交易风格平均仓位变动

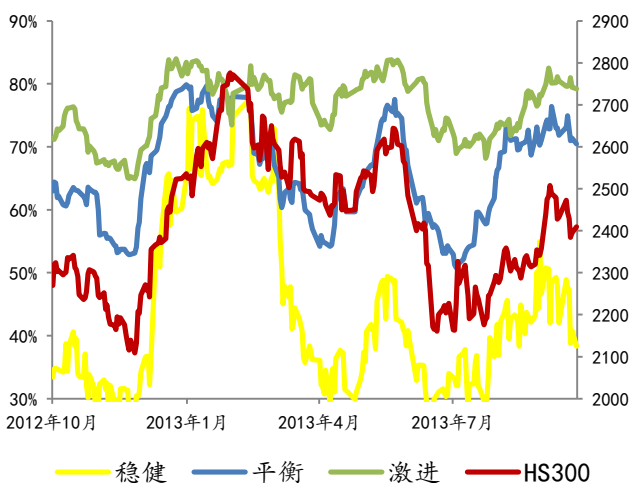


图 10：交易风格最新配置比例

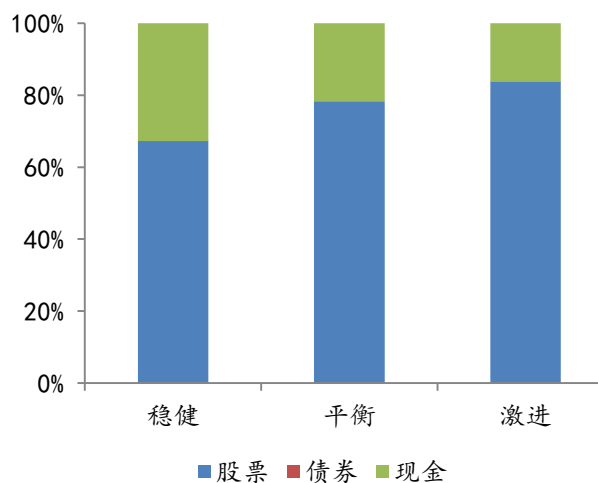


图 11：投顾股票风格配置走势



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

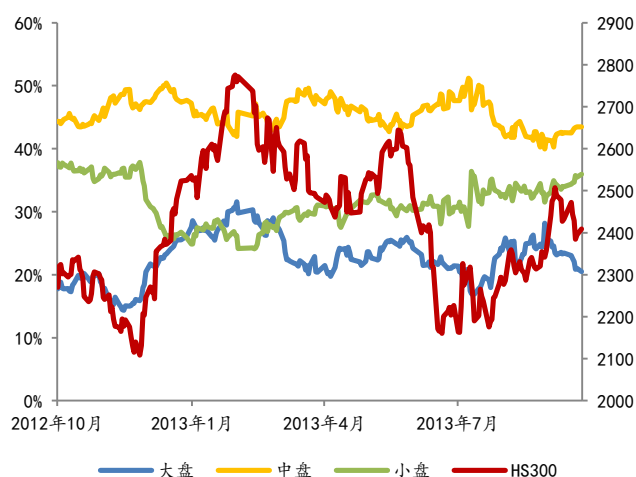


图 14：top25% 投顾股票风格配置走势

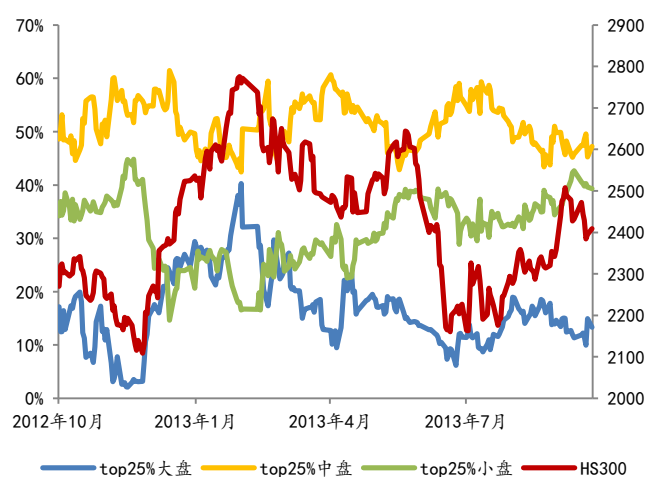


图 15：投顾十大重仓行业

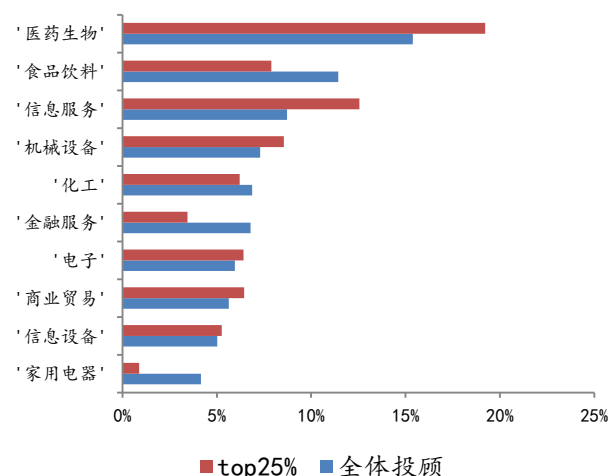
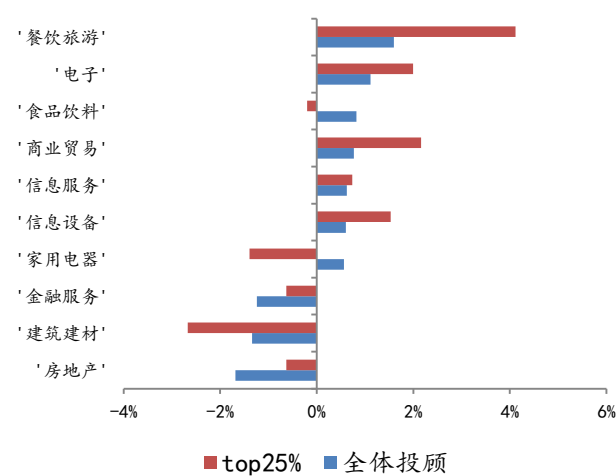


图 16：投顾十大仓位变动行业



二、大盘预判

总体结论：2013 年 10 月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为 0.00 分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为 0.25），较 9 月份的 0.125 分小幅下降。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，市场对政策层面预期较充分，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 回升、PPI 降幅收窄 2) 经济继续延续不错的态势，信贷条件保持稳定	-0.50
估值盈利	1) 上月大盘股、中盘和小盘股估值均显著上升，大盘估值与中小盘差距进一步扩大 2) 大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压	+1.00
政策预期	1) 市场对十八届三中全会政策改革预期较高 2) IPO 重启和海外 QE 退出大概率发生在今年 4 季度	+0.00
市场情绪	1) 公募基金估算仓位、长短期国债利差，处于近 10 个月中等位置 2) 周均新增 A 股开户数，处于近 10 个月偏低位置	-0.5

1、宏观经济

2013 年 9 月份，经济继续延续不错的态势。CPI 回升，PPI 企稳，食品价格增速在季节性需求的推动下进一步上升，蔬菜和蛋类价格上涨最快，推动 CPI 同比增速回升，9 月份补库存势头带动生产价格环比增长放缓，预计 PPI 继续为负值，但降幅进一步收窄；尽管 9 月份的基数效应对出口同比增速不太有利，但美国和欧洲经济继续温和复苏，意味潜在外需保持稳定，同时国内投资和补库存需求的稳定增长应该对进口起到支撑作用，预计进出口增速维持稳定；预计房地产投资增速有望比上月有所回升，同时基础设施投资增速有望保持高位，而制造业投资则仍在低位波动。受益于央行通过逆回购释放流动性，银行间市场流动性基本保持稳定，预计信贷条件保持稳定。

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		瑞银证券	
			8 月	变化	8 月	变化	8 月	变化
社会消费品零售总额	14.2	13.4	13.5	0.10	13.2	-0.20	13.3	-0.10
城镇固定资产投资	20.5	20.3	20.5	0.20	20.3	0.00	20.3	0.00

出口额同比增长率	9.9	7.2	5.8	-1.40	6	-1.20	5.5	-1.70
进口额同比增长率	2.4	7	7.8	0.80	7	0.00	8.5	1.50
外贸顺差	276.7	285.2	262.9	-22.30	275	-10.20	242	-43.20
工业增加值	9.2	10.4	10	-0.40	10.2	-0.20	10	-0.40
CPI	1.9	2.6	3	0.40	2.7	0.10	2.9	0.30
PPI	-3.6	-1.6	-1.4	0.20	-1.4	0.20	-1.3	0.30
银行新增贷款（十亿）	623	71	674	603.00	--	--	700	629.00
贷款余额同比增长率	14.3	14.5	14.5	0.00	14	-0.50	--	--
M2 同比增长率	14.8	14.7	13.7	-1.00	--	--	14.20	-0.50

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

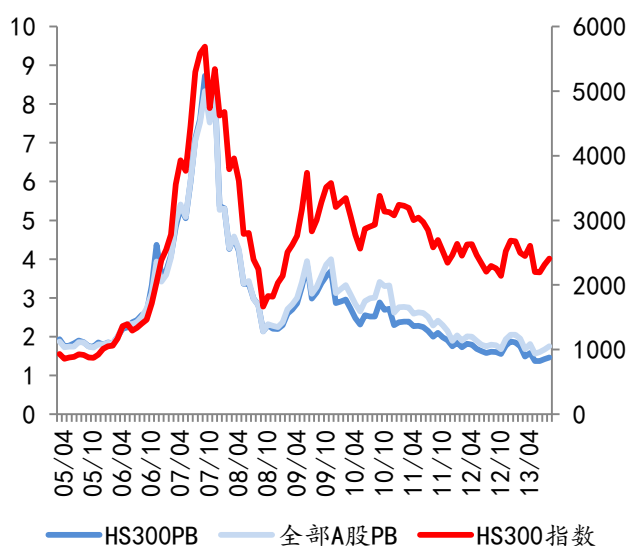


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

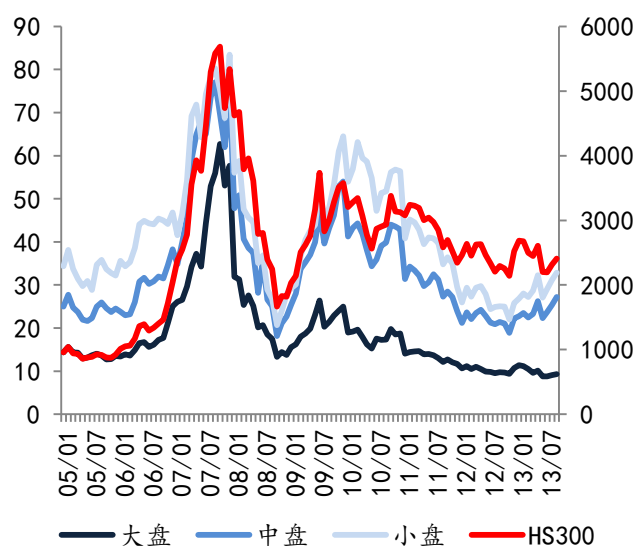
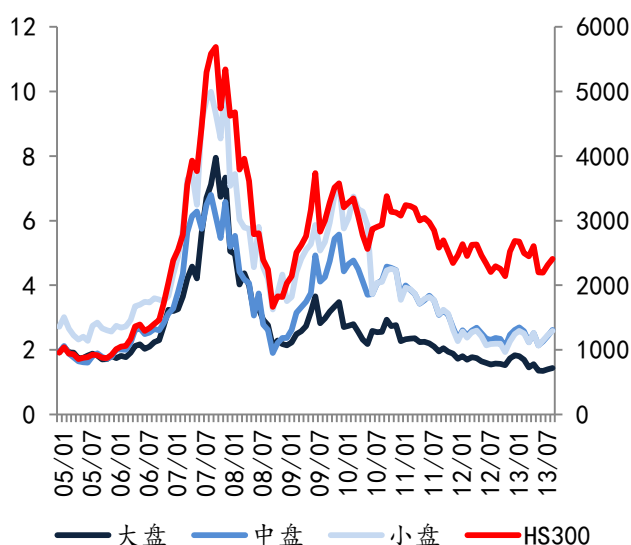


图 19: 风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 9 月份大盘震荡上行，沪深 300 指数上涨 4.41%，全市场估值上移 4.79%，大盘蓝筹股估值上移 2.86%，中盘股和小盘股估值分别上升了 7.82% 和 5.28%，中盘股估值上升最快，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 1.75 和 1.46，较 2013 年 8 月份的 1.67 和 1.42 分别上升了 4.79% 和 2.82%。其中沪深 300 指数 PB 略低于历史最低值 1.67，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 9.32、27.2 和 32.86，相对于 2013 年 8 月份的 9.05、25.38 和 31.18，大盘股、中盘股和小盘股估值分别上升了 2.98%、7.42% 和 5.46%；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 1.44、2.62 和 2.59，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，IPO 重启和海外 QE 退出大概率发生在今年 4 季度，对市场影响负面，十八大三中全会可能会在简政放权、金融改革、资源价格改革、土地改革等方向有所突破，但市场对于政策红利反应的已经比较充分。

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
IPO 重启	安信证券	IPO 重启落入四季度的概率较高，	1、截止到 9 月底，申报企业达到 748

是大概率事件

预计 IPO 开启只是象征性动作，对市场实质性影响主要集中在 2014 年。

家，即使重启后，每日发行 1 家，也需要 3 年时间发行完目前排队的股票，新股发行堰塞湖实际上并没有显著缓解。

2、新股发行长期停滞，不利于企业正常的股权融资活动。

多方观点	多方	多方政策预期	多方逻辑
对三中全会政策预期较高	安信证券	改革方向主要围绕投资项目审批放权、资源价格改革、中央地产权财权事权划分、金改、环保、新能源和土地改革等展开。	如果政策超预期，方向应该集中在企业改革和土地流转顶层设计两个方向。

4、市场情绪

市场情绪综合得分为-0.5 分（分值区域从-3 分至+3 分），较上月底所得-1.0 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 0.8 分。
- 2) 银行间固定利率国债期限利差（10-1 年）为 0.5%，处近 10 个月中等位置，得-0.4 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 9.2 万户，处于近 10 个月偏低位置，得-1.9 分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深 300 走势

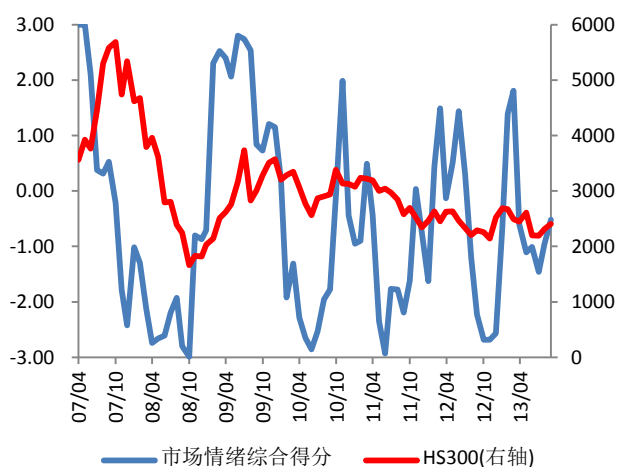


图 21：估算基金仓位与沪深 300 走势

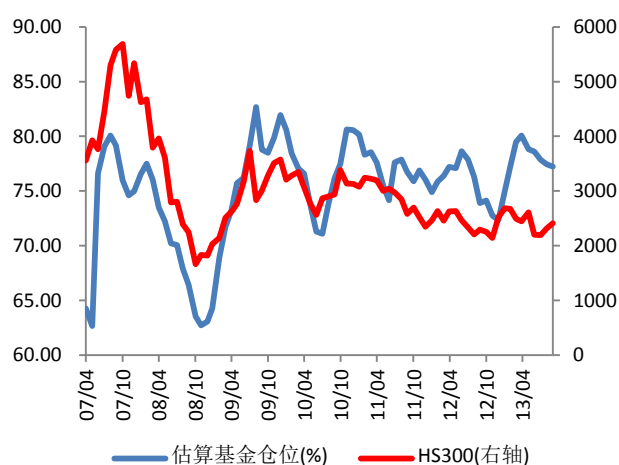


图 22：长短期国债利差与沪深 300 走势

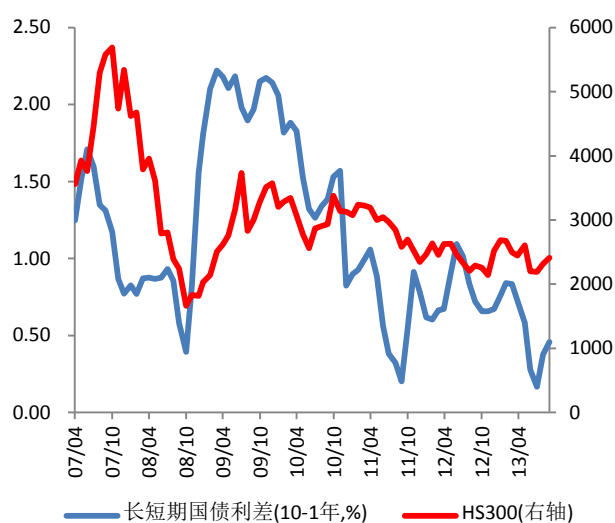


图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

9 月市场平衡但不平静，经济数据继续向好，改革预期此起彼伏，主题性机会明显，市场依旧活跃。10 月份大部分机构认为需要 9 月、10 月连续两个月的经济数据超预期下行才能确认经济复苏无望。在改革预期方面，三中全会是否会有实质性改革措施出台需要到 11 月明确。在此之前，乐观的改革憧憬仍会此起彼伏，因此 11 月之前市场整体仍有可为。中小板全部公布了 3 季报业绩预告，与目前中小板全年 30%-40% 的业绩增速仍有较大差距，三季报依然是“伪成长”绕不过去的坎。

但也有部分机构认为，四季度经济的动量可能减弱，但整体平台要高于今年二季度。四季度经济反弹夭折为小概率事件，但动量也难以再创新高。

表 5：改革预期、仍有可为

机构	看多行业	看多逻辑
申银万国	医药、大众消费品	<p>9 月工业增加值较 8 月可能将有所下行，但线性外推的思维习惯使投资者仍需要 9 月、10 月连续两个月的经济数据超预期下行才能确认复苏无望。在改革预期方面，三中全会是否会有实质性改革措施出台需要到 11 月明确，在此之前，乐观的改革憧憬仍会此起彼伏，因此 11 月之前市场整体仍有可为。</p> <p>中小板全部公布了 3 季报业绩预告，其中枢 8.2% 较中报 7.2% 的增速有较为缓慢的提升，但和目前中小板全年 30%-40% 的业绩增速仍有较大差距，三季报依然是“伪成长”绕不过去的坎。三季报后市场将重新转向长期不确定</p>

<p>兴业证券</p> <p>消费股、医药、TMT、节能环保、新能源新材料、航天军工</p>	<p>性更小的、三季报业绩证实的医药、大众消费品和少量优质成长，完成此类品种的估值切换。</p> <p>在 11 月重要会议之前，创新驱动发展战略的政策导向会更加鲜明，而“新经济”驱动的行市也将继续成为股市投资的主线。</p> <p>建议战略上把握“新经济”行情，以增长平稳的消费股、医药股以及其他细分行业的绩优股为盾，作为底仓配置；以科技类股票为矛，作为获得高风险、高收益的进攻配置，比如新一代信息技术和信息安全相关的 TMT、节能环保、新能源新材料、航天军工、生物医药等。</p>
--	--

表 6：欠缺机会、彩云易散

机构	看多行业	看多逻辑
<p>安信证券</p>	<p>农林牧渔、医药、食品饮料、电力</p>	<p>三季度末，工业企业的库存压力并不大，部分行业的生产速度相对需求来说仍是不足的。四季度经济的动量可能减弱，但整体平台要高于今年二季度。四季度经济反弹夭折为小概率事件，但动量也难以再创新高。</p> <p>预计四季度指数仍然欠缺机会，市场还是会选择一些题材类公司进行轮番炒作。建议投资者控制仓位，选择农林牧渔、医药、食品饮料、电力等业绩相对稳定的行业进行防御。</p>

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：MDI 指标体系择时策略；阴阳选股策略；分析师评级和覆盖度事件驱动策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
<p>MDI 指标体系的择时研究</p>	<p>国信证券</p>	<p>策略逻辑：定义 MDI 为市场波动指标。使用 MDI 的 10 日均值、成交个数的 10 日均值和收益率变动方向分析债市牛市右侧拐点。如果某天相比于三天前 MDI 上升超过 0.025，YTM 下降超过 0.018，且成交只数不减，则认定为牛市启动信号。</p> <p>策略表现：自 2007 /11 至 2013/8，共发出 7 次信号，其中 5 次正确，2 次错误，但其中 1 次为“620”钱荒异常波动，剔除异常情况，模型正确率为 83%。</p>
<p>阴阳选股法</p>	<p>浙商证券</p>	<p>策略逻辑：股市(或个股)涨跌非随机，涨跌(阴阳)天数存在明显的均值回复性。阴阳选股法是反转类选股方法，选择收阴线天数较多的个股，是左侧交易策略。为避免所选股票继续走弱，在阴线天数</p>

占比较多的个股中，选择近期已经开始上涨(K 值较大)的股票。

策略表现：自 2007/1 至 2012/12，年化超额收益达 10%~12%，年化标准差为 6%~8%，最大回撤为 6%左右，胜率为 65%以上。

利用分析师 齐鲁证券
评级和覆盖
度选股

策略逻辑：卖方分析师发表买入评级研究报告后，股价短期内有一定上升。机构覆盖度大的股票在分析师买入报告出现时，表现不如机构覆盖度小的股票。选取机构覆盖小的买入评级报告的股票构建投资策略，并结合选股和股指期货，将策略产品化。

策略表现：自 2009/1 至 2013/7，平均年化收益为 12%，累计收益率为 63.5%。

2、学术研究

本期重点关注：卖空不影响股价；风险管理影响公司价值；合计风险影响公司信贷额度成本与现金储备。

表 8：学术研究动态

论文名称：The Effects of Stock Lending on Security Prices: An Experiment

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文通过股票出借的随机化实验，检验卖空的效果。论文没有发现回报、波动率、偏度、买卖价差受到影响的证据。论文表明证券出借对于股价并无任何不利影响。

论文名称：Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文表明主动的风险管理政策导致公司价值提升。论文发现天气衍生品导致更高的估值、投资与杠杆。论文表明风险管理对于公司产出存在真实影响。

论文名称：Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文提出，合计风险更高的公司，银行信贷额度的成本应该更高，而这样的公司将不计流动性加价选择持有现金。论文发现，Beta 更高的公司，现金对信贷额度的比例更高，其额度的成本更高。合计波动率更高时期，未收回信贷额度的银行变得更具风险；银行信贷额度的初始额度更少，价差更高，期限更短；而同时公司现金储备增加。

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。