

投研参考 (2013年11月刊)

摘要：

一、投顾表现

10月份投顾月平均收益率为-1.24%，同期沪深300指数收益率为-1.47%；本月41%的产品取得正收益。

1、10月末全体投顾平均股票仓位为48%，较上月末下降10%；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51%，较上月末下降20%。

2、从风格看，10月末全体投顾消费股配置比例高于周期股1%，top25%的投顾消费股配置比例高于周期股19%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（42%），较上月末下降1%；top25%的投顾配置比例最高的也是中盘股（48%），较上月末上升1%。

3、10月末全体投顾持仓比例最高的行业是医药生物和金融服务。top25%的投顾平均仓位增加较大的行业是机械设备，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11月份，大盘综合得分为0.15分，较10月份的0.00分小幅上升。在四个层面中，宏观经济差于上月份，中盘和小盘股估值较上月下降，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降幅加大，信贷扩张放缓。
- 2、估值盈利：上月大盘、中盘和小盘股估值均下降，中盘股估值下降幅度最大，大盘股PB低于历史最低值。
- 3、政策预期：三中全会《决定》几乎涵盖全部改革领域，超出会前市场预期。
- 4、市场情绪：小幅变好。

三、策略关注

1、预期兑现、收获成果：11月十八届三中全会召开，市场开始兑现各项改革预期，结合基本面信息认为农业、医药医疗、节能环保、国防军工等行业的确定性和安全边际更好。

2、改革谋远虑、市场有近忧：流动性的拐点已现，经济的拐点将现，政策效用更多在长期而非短期，临近年底进入到了兑现收益的阶段，市场短期风险较大。

四、研究动态

- 1、券商研究关注：大小盘分风格选股策略；成长风格选股策略；一致预期因子选股策略。
- 2、学术研究关注：资产交易复杂性影响交易特征；风险管理影响尾部风险；公司组织形式影响资本费用。



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	10
三、策略关注	11
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：预期兑现、收获成果.....	12
表 6：改革谋远虑、市场有近忧.....	12
表 7：券商研究动态	13
表 8：学术研究动态	13

图表目录

图 1：10 月份投顾收益率分布	4
图 2：2013 年累计收益率分布	4
图 3：10 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	9
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	11
图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势	11



一、投顾表现

1、业绩表现

1) 10月份投顾的平均收益率为-1.24%，41%的产品取得了正收益；2013年投顾的平均累计收益率为10.46%，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) 10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1：10月份投顾收益率分布

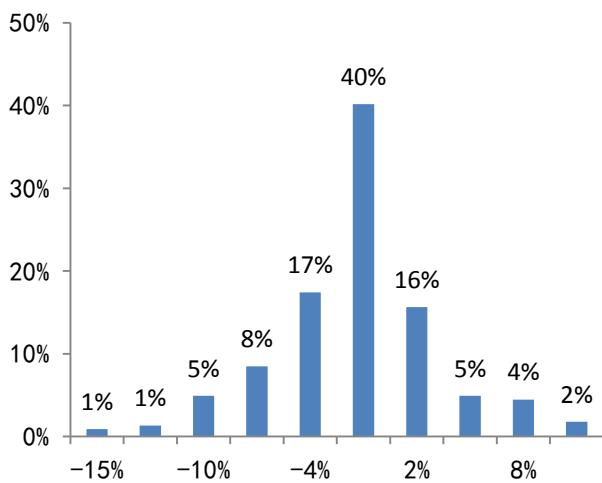


图2：2013年累计收益率分布

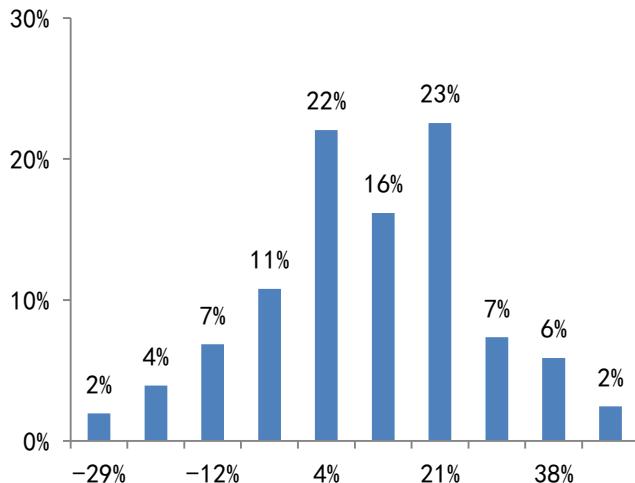




图 3: 10 月份投顾风格表现

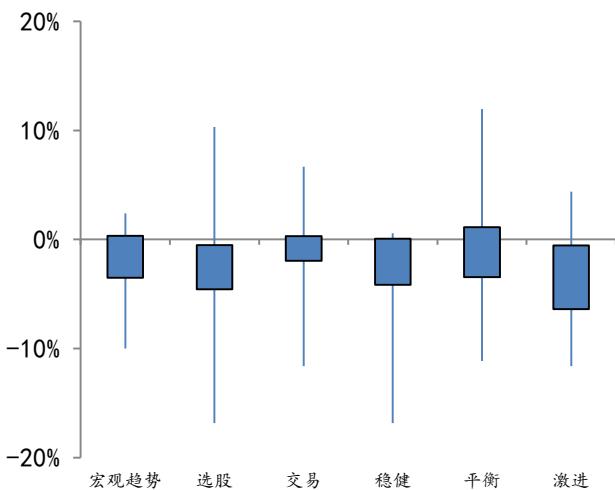
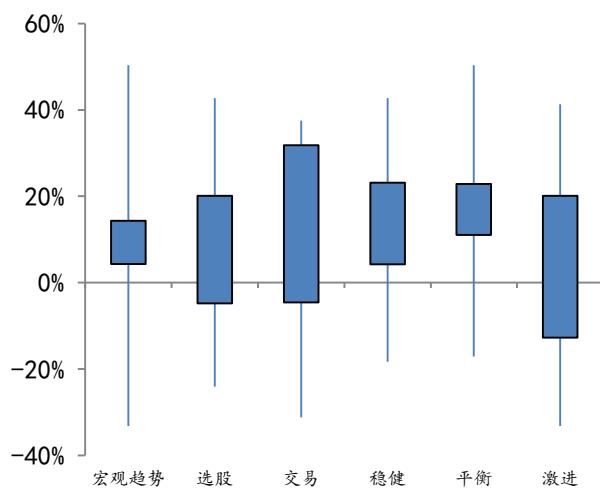


图 4: 2013 年投顾风格表现



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) 10 月末全体投顾平均股票仓位比例为 48%，较上月末下降 10%；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 51%，较上月末下降 20%。选股型投顾股票仓位比例最高（74%），较上月末下降 9%；交易型投顾股票仓位比例为 55%，较上月末下降 2%；宏观趋势型投顾股票仓位比例最低（46%），较上月末下降 11%。

2) 从股票风格看，10 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 38%，较上月末下降 5%；对周期股平均配置比例为 37%，较上月末上升 4%。10 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 49%，较上月末上升 6%；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，10 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（42%），与上月末下降 1%；大盘股平均配置比例最低（23%），较上月末上升 2%；小盘股平均配置比例为 35%，较上月末下降 1%。top25% 投顾对中盘股的平均配置比例最高（48%），较上月末上升 1%；大盘股平均配置比例最低（18%），较上月末上升 5%；小盘股的平均配置比例为 34%，较上月末下降 5%。

4) 从行业配置看，10 月末全体投顾平均持仓最重的行业是医药生物和金融服务，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 3.25%），平均仓位降低较大的行业是医药生物（下降 2.45%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是机械设备（上升 2.09%），平均仓位降低较大的行业是医药生物（下降 1.94%）。



图 5：投顾平均仓位变动



图 6：投顾最新配置比例

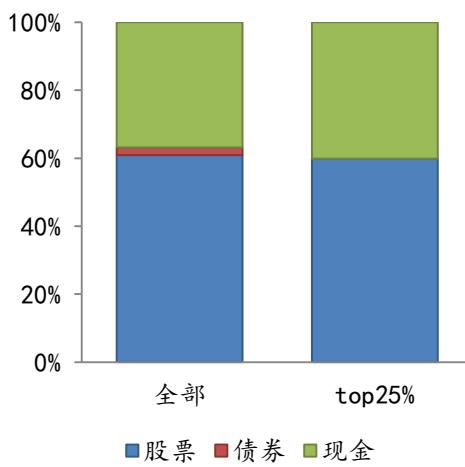


图 7：投资理念平均仓位变动

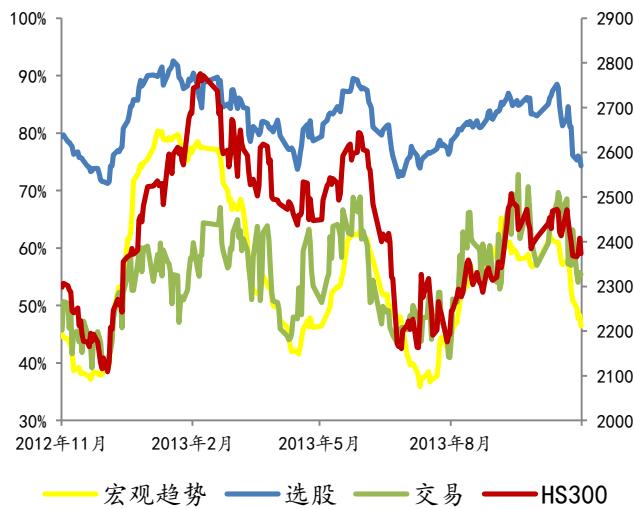


图 8：投资理念最新配置比例

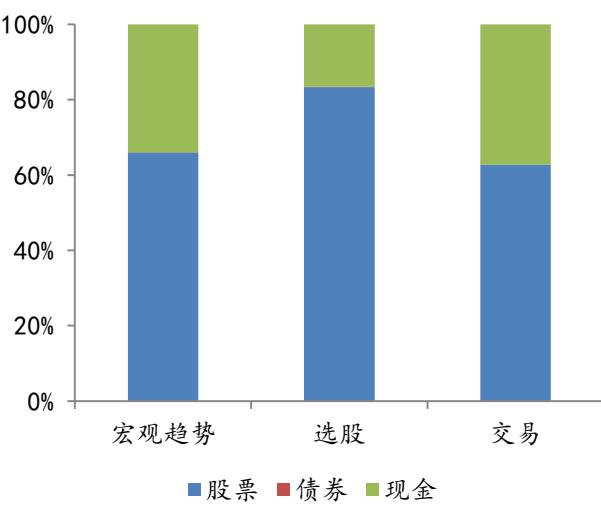


图 9：交易风格平均仓位变动

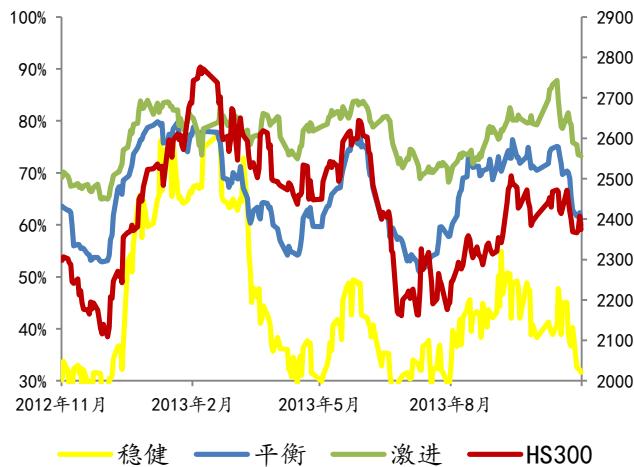


图 10：交易风格最新配置比例

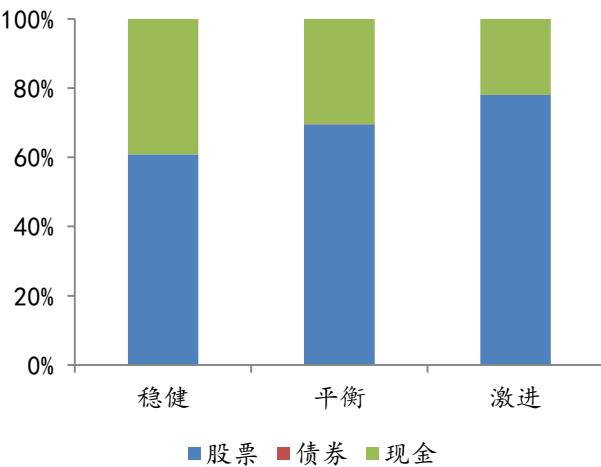




图 11：投顾股票风格配置走势

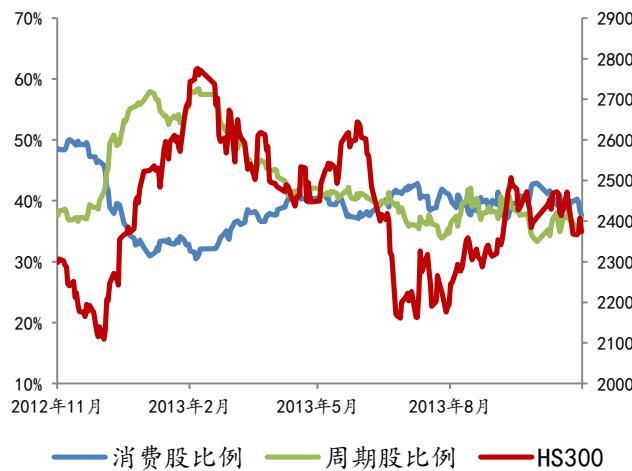


图 12：投顾股票风格配置走势



图 13：top25%投顾股票风格配置走势

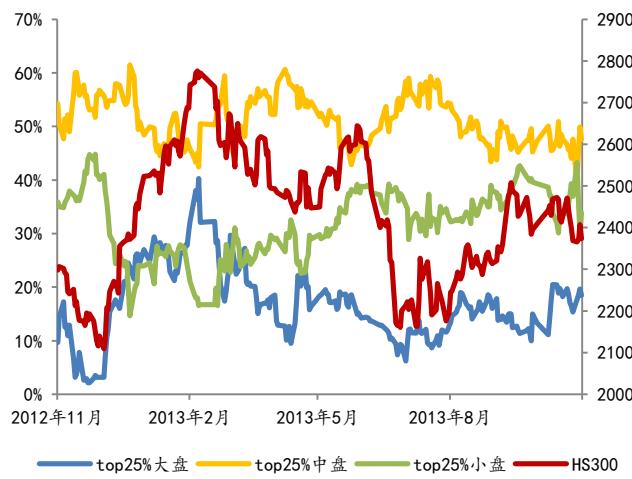


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

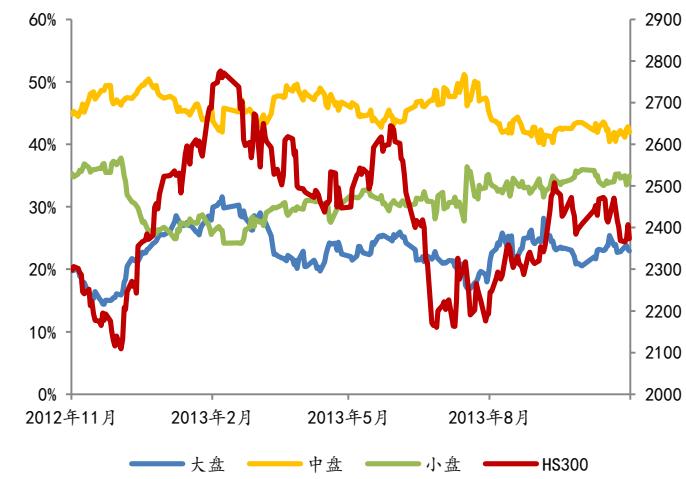


图 15：投顾十大重仓行业

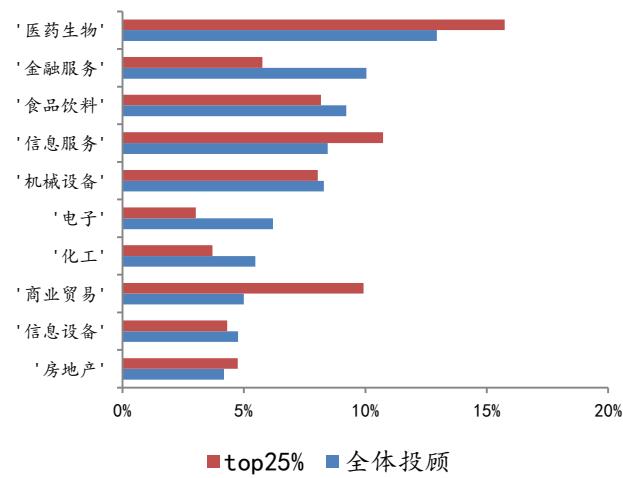
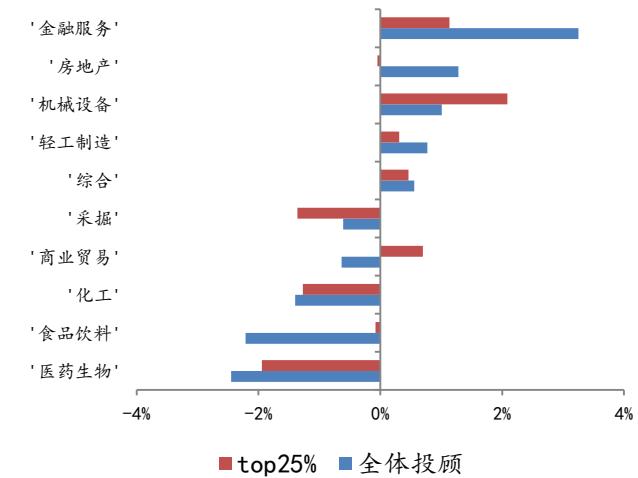


图 16：投顾十大仓位变动行业





二、大盘预判

总体结论：2013年11月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为0.15分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为0.25），较10月份的0.00分小幅上升。在四个层面中，宏观经济差于上月份，中盘和小盘股估值较上月下降，估值占优，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 降幅加大 2) 信贷扩张放缓，经济运行平稳	-1.00
	1) 上月大盘、中盘和小盘股估值均下降，中盘股估值下降幅度最大 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) 三中全会《决定》几乎涵盖全部改革领域，超出会前市场预期	+1.00
	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	-0.4

1、宏观经济

2013年10月份，将呈现经济向下，物价向上的格局。非食品价格由于受到产能过剩影响，缺乏上升动力，食品价格上涨是带动CPI上升的主要动力，预计CPI比上月回升0.2个百分点；10月份需求小幅回落，导致工业产品价格回升乏力，PPI预计降幅加大0.2个百分点；在投资方面，房地产和基础设施投资均面临回落压力；近期公布的美国PMI、欧元区PMI等均低于预期，无论是发达经济体还是新兴经济体复苏之路并非一帆风顺，加大我国出口压力，考虑到节假日的干扰，预计10月份出口小幅回升，仍处于较低水平，而进口增速与上月持平；9月份信贷增长超出预期之后，估计10月份银行贷款小幅回落。

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	
			10月	变化	10月	变化	10月	变化
社会消费品零售总额	14.5	13.3	13.5	0.20	13.5	0.20	13.2	-0.10
城镇固定资产投资	20.7	20.2	20.1	-0.10	20.1	-0.10	20.2	0.00
出口额同比增长率	11.6	-0.3	0.5	0.80	4	4.30	4	4.30



进口额同比增长率	2.4	7.4	7.4	0.00	8	0.60	9	1.60
外贸顺差	319.9	152	221	69	276	124	262	110
工业增加值	9.6	10.2	9.9	-0.30	10.1	-0.10	10.2	0.00
CPI	1.7	3.1	3.3	0.20	3.1	0.00	3.3	0.20
PPI	-2.8	-1.3	-1.5	-0.20	-1.3	0.00	-1.4	-0.10
银行新增贷款(十亿)	505.2	787	671	-116	--	--	550	-237
贷款余额同比增长率	15.9	14.3	14.4	0.10	14.3	0.00	14.2	-0.10
M2 同比增长率	14.1	14.2	14.4	0.20	--	--	14.2	0.00

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

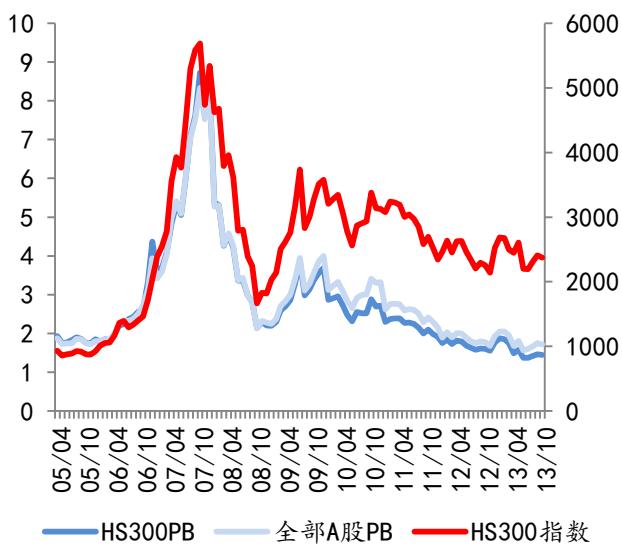


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

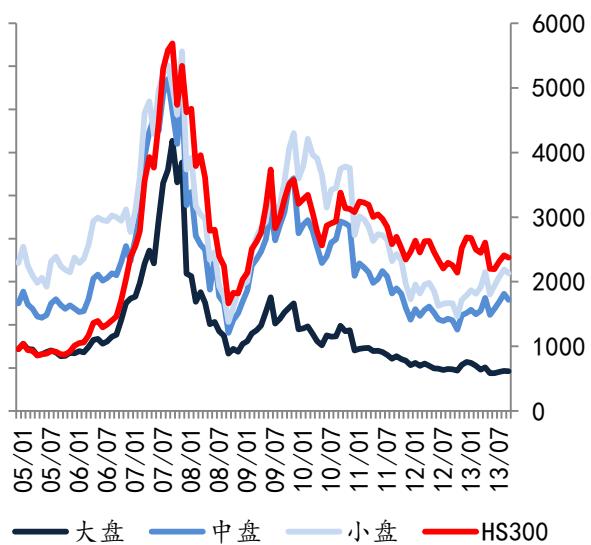
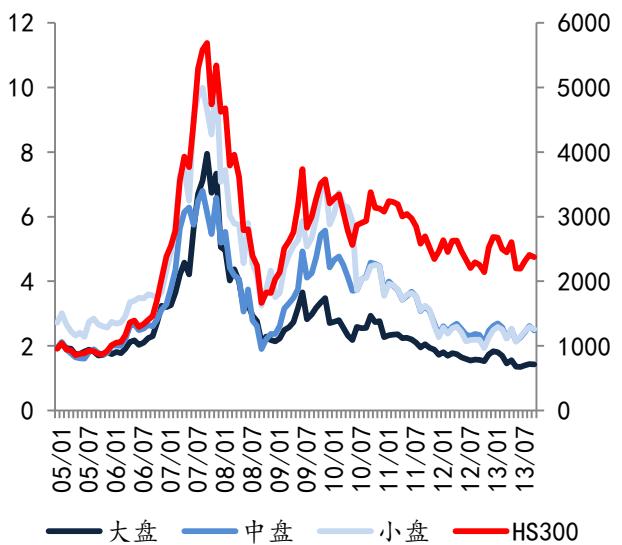


图 19：风格 PB 与沪深 300 指数走势





1) 从估值来看，2013 年 10 月份大盘震荡下行，沪深 300 指数下跌 1.47%，全市场估值下移 1.71%，大盘蓝筹股估值下移 0.69%，中盘股和小盘股估值分别下降了 5.34% 和 2.7%，中盘股估值下降幅度最大，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 1.72 和 1.45，较 2013 年 8 月份的 1.75 和 1.46 分别下降了 1.71% 和 0.68%。其中沪深 300 指数 PB 略高于历史最低值 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 9.26、25.82 和 31.97，相对于 2013 年 9 月份的 9.32、27.2 和 32.86，大盘股、中盘股和小盘股估值分别下降了 0.64%、5.07% 和 2.71%；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 1.43、2.48 和 2.52，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，三中全会《决定》几乎涵盖全部改革领域，超出会前市场预期，中央已经为改革指明了清晰的方向，并做足了准备。

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
改革道理清晰	瑞银证券	三中全会《决定》几乎涵盖全部改革领域，超出会前市场预期	<ul style="list-style-type: none">1) 最显著的领域包括：国企改革、土地改革、户籍改革、计划生育改革、房产税以及地方政府债务和融资2) 中央已经为改革指明了清晰的方向，并做足了准备

4、市场情绪

市场情绪综合得分为 -0.4 分（分值区域从 -3 分至 +3 分），与上月底所得 -0.5 分小幅上升，提示市场情绪小幅变好。

1) 公募基金仓位估算为 78%，处于近 10 个月中等位置，得 0.5 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-0.2分。
3) 周均新增A股开户数为9.7万户，处于近10个月偏低位置，得-1.6分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深300走势

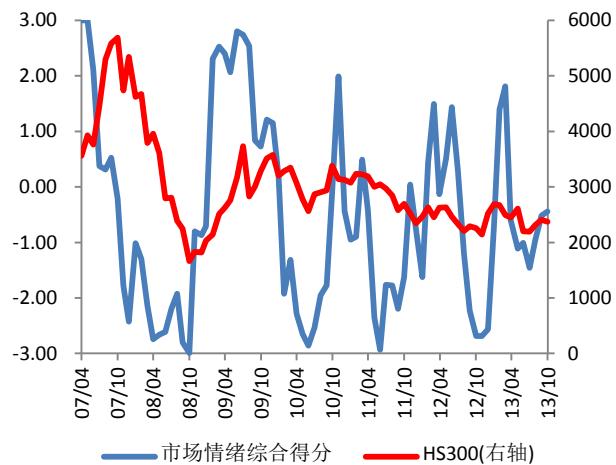


图 21：估算基金仓位与沪深300走势

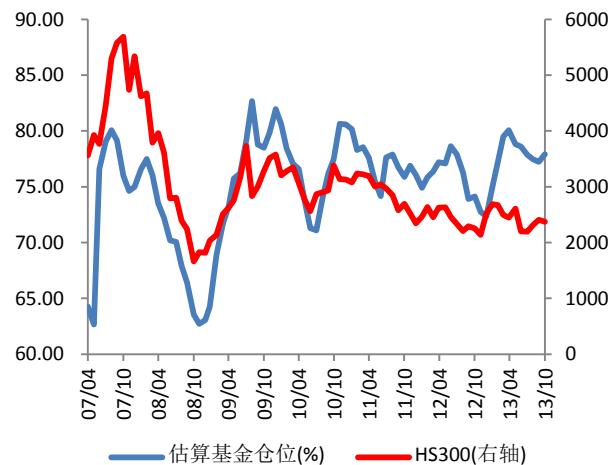


图 22：长短期国债利差与沪深300走势

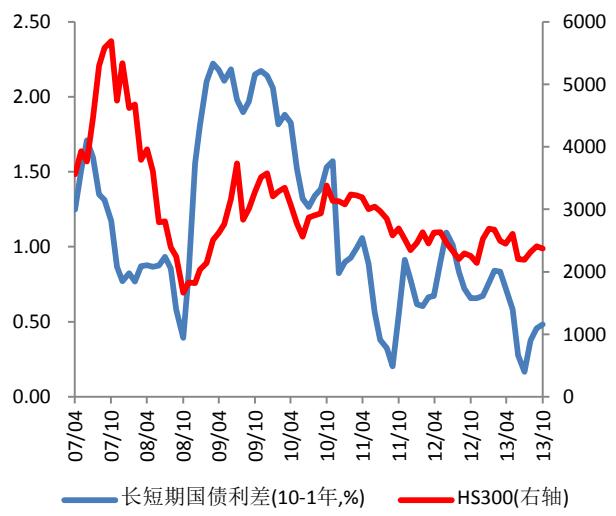
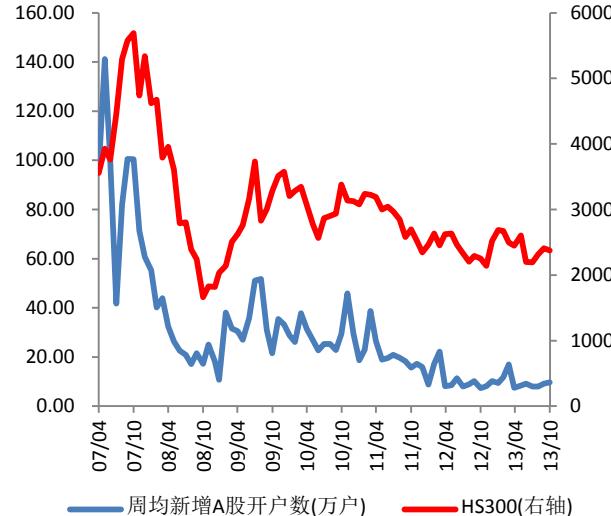


图 23：周均新增A股开户数与沪深300走势



三、策略关注

10月市场指数呈震荡格局，但创业板、医药行业等前期热门行业出现了相对较大跌幅。11月份召开三中全会，部分机构认为改革预期将会兑现，主题投资机会将会出现；也有部分机构认为流动性的拐点已现，临近年底进入到了兑现收益的阶段，短期市场仍有忧虑。



表 5：预期兑现、收获成果

机构	看多行业	看多逻辑
安信证券	农林牧渔、医药、食品饮料、电力	<p>整体而言，三季度的盈利增长同比达到 21.9%，比二季度有较大的改善。同比增长表现较好的行业有非银行金融、通信、建材、电力、房地产和汽车、家电；较差的是有色、化工、食品饮料和餐饮旅游。三季度的环比增长，餐饮旅游、电力、有色和钢铁较为出色。整体非金融板块的同比达到 25.2%，银行为 11.8%，但是多家银行的不良贷款率上升，拨备覆盖率下降，这一现象值得关注。</p> <p>11 月十八届三中全会召开，市场开始兑现各项改革预期，预计市场将平稳渡过。行业配置上选择农林牧渔、医药、食品饮料、电力等防御性行业。</p>
中信证券	大农业、医药医疗、节能环保、国防军工	<p>改革预期兑现后，其不再是支撑 A 股的重要力量，投资逻辑重回基本面。而目前经济依然处于观察期，市场预期不稳定，同时流动性收紧的负面预期依然较强，A 股短期承压。预计在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》全文公布前，市场心态依然谨慎。中期来看，改革进入推行期，改革所带来的经济增长红利尚未体现，资本市场很难形成持续向上动力，投资机会更多来自于推行过程中的主题性领域。结合基本面信息，认为大农业、医药医疗、节能环保、国防军工等行业的确定性和安全边际更好，研究积极配置。</p>

表 6：改革谋远虑、市场有近忧

机构	看多行业	看多逻辑
国金证券	农林牧渔、汽车、轻工、银行	<p>流动性的拐点已现，经济的拐点将现，政策效用更多在长期而非短期，这三者的组合意味着未来市场不确定性在上升，建议投资者重视风险兑现收益。激进的投资者在今年通过成长股获取了很高的收益，不亚于一轮牛市；而临近年底，则进入到了兑现收益的阶段。在目前诸多因素开始变化的时候，市场的波动性也在显著上升。建议投资者者抓住 11 月前期三中全会预期的窗口，调整持仓结构为明年作准备；而非再度激进的参与预期博弈的游戏。</p> <p>11 月行业配置农林牧渔、汽车、轻工、银行。配置农林牧渔源于 4 季度通胀水平相对较高、改革过程中价值洼地的农业有望获得政策红利、3 季度看收入利润增速有所改善；汽车、轻工源于 3 季报较好，市场预期合理；银行源于配置低估值行业增加组合防御性，并博弈优先股利好。</p>



四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种选股策略：大小盘分风格选股策略；成长风格选股策略；一致预期因子选股策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
分风格加强 沪深 300 和 中证 500	长江证券	<p>策略逻辑：按照大小盘将全市场股票划分，分别使用各自样本显著的因子形成组合，增强沪深 300 和中证 500。小盘因子：行业中性涨跌幅，行业中性化股价，主营同比增速。大盘因子：预期 EP，主营同比增速。</p> <p>策略表现：自 2009/1 至 2013/6，小盘组合、大盘组合增强沪深 300 的信息比率分别为 1.75、1.44。</p>
构建成长风 格的量化模 型：成长股 牛市下的量 化投资	申银万国证 券	<p>策略逻辑：构建由总市值因子，预期成长因子和毛利率因子等权结合的成长组合。所选股票具有业绩成长预期和市值成长空间，同时较高的毛利率也为其成长性提供足够的盈利空间。</p> <p>策略表现：自 2007/1 至 2013/8，非行业中性组合、行业中性组合，相对中证 500 指数的超额收益分别为 513%、471%。</p>
基于一致预 期数据的量 化选股模型	国信证券	<p>策略逻辑：综合预期基本面因子（预期估值因子：预期 PE、预期 PS；预期成长因子：复合增长率、预期净利润同比）和预期情绪面因子（预期净利润回报、一个月反转）构建量化选股模型。</p> <p>策略表现：自 2008/4/30-2013/8/15，平均年化超额收益 15.41%，月度胜率 70.31%，超额收益最大回撤 5.99%。</p>

2、学术研究

本期重点关注：资产交易复杂性影响交易特征；风险管理影响尾部风险；公司组织形式影响资本费用。

表 8：学术研究动态

论文名称： Trading Complex Assets 来源： The Journal of Finance (2013) 主要观点： 论文进行一项实验研究以评价资产交易复杂性的影响。论文发现复杂性更高，导致价格波动性更高，流动性更低，交易效率更低。然而，复杂性发挥作用的途径，并非简单地归因于估计误差所引起的新增噪声。而是，复杂性改变了交易者的买入报价策略，降低了其交易倾向。在解释复杂性所导致的交易异常时，逆向选择扮演了重要角色。
论文名称： Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies 来源： The Journal of Finance (2013) 主要观点： 论文构造风险管理指数以衡量银行持有公司风险管理功能的强度与独立性。美国的银行持



有公司，在金融危机爆发之前风险管理指数更高，则在金融危机期间尾部风险更低，不良贷款更少，运营与股票回报表现更好。1995 年至 2010 年，美国的银行持有公司，风险管理指数更高，则尾部风险更低，资产回报更高。论文结果表明，风险管理功能强劲与独立，可以降低银行的尾部风险暴露。

论文名称：Corporate Diversification and the Cost of Capital

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文研究公司组织形式是否影响资本费用。与传统观点相反，论文认为公司商业单元之间的共同保险通过避免反周期的无谓损失，能够降低系统性风险。论文发现多元经营的公司相比于独立经营的公司，资本费用更低。而且，多元经营的公司，现金流环节相关性更低，则资本费用更低，这与共同保险效应一致。保持现金流一致，现金流相关性从最高移至最低，价值增益平均约为 5%。

**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。