

投研参考 (2013 年 12 月刊)

摘要:

一、投顾表现

11 月份投顾月平均收益率为 3.59%，同期沪深 300 指数收益率为 2.75%；本月 89% 的产品取得正收益。

1、11 月末全体投顾平均股票仓位为 53%，较上月末上升 5%；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 59%，较上月末上升 5%。

2、从风格看，11 月末全体投顾周期股配置比例高于消费股 8%，top25% 的投顾消费股配置比例高于周期股 9%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（41%），较上月末下降 1%；top25% 的投顾配置比例最高的也是中盘股（46%），较上月末上升 2%。

3、11 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金融服务，平均仓位降低较大的行业是商业贸易。

二、大盘预判

总体结论：2013 年 12 月份，大盘综合得分为 -0.075 分，较 11 月份的 0.15 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，市场情绪小幅变差。

1、宏观经济：CPI 小幅回落、PPI 价格保持稳定，信贷扩张放缓，经济运行平稳。

2、估值盈利：上月大盘、中盘和小盘股估值均上升，小盘股估值上升幅度最大，大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压。

3、政策预期：中央经济工作会议明确了 2014 年继续坚持“稳中求进”的总基调以及重点工作。

4、市场情绪：小幅变差。

三、策略关注

1、布局改革红利：开好明年市场的改革红利释放，认为互联网、环保、新能源、医药等是未来方向。

2、改革是带刺的玫瑰：虽然改革可能改善长期预期，但是短中期的经济基本面找不到支持，并要防范流动性的冲击风险。

四、研究动态

1、券商研究关注：五个纬度择时策略；基于现金流的大小盘轮动配置策略；基于现金流的行业配置模型。

2、学术研究关注：消费波动率影响资产回报；经济体量影响货币回报；公司上市与否影响收购表现。

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: 布局改革红利.....	12
表 6: 改革是带刺的玫瑰.....	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: 11 月份投顾收益率分布	4
图 2: 2013 年累计收益率分布	4
图 3: 11 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) 11 月份投顾的平均收益率为 3.59%，89%的产品取得了正收益；2013 年投顾的平均累计收益率为 12.21%，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) 11 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 1：11 月份投顾收益率分布

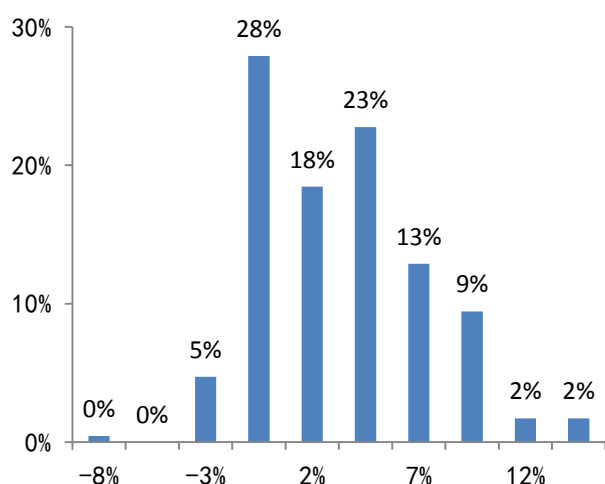


图 2：2013 年累计收益率分布

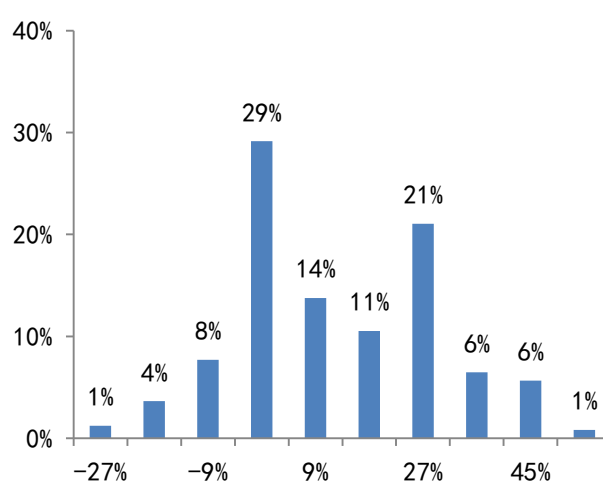


图 3：11 月份投顾风格表现

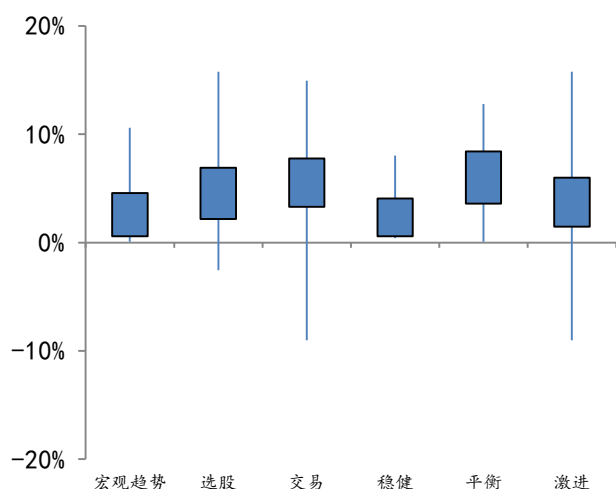
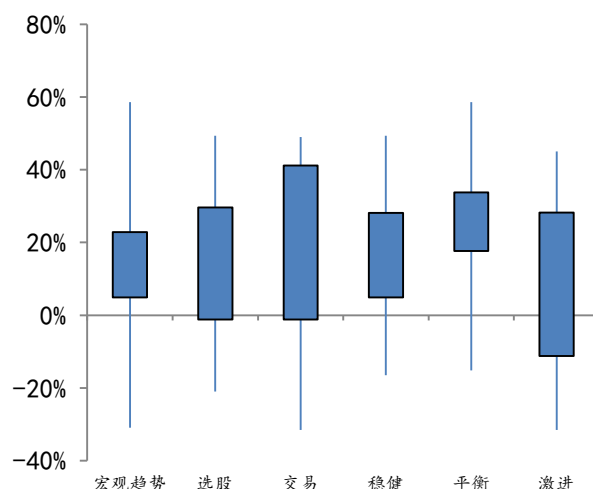


图 4：2013 年投顾风格表现



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) 11 月末全体投顾平均股票仓位比例为 53%，较上月末上升 5%；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 59%，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 8%；交易型投顾股票仓位比例为 60%，较上月末上升 5%；宏观趋势型投顾股票仓位比例最低（51%），较上月末上升 5%。

2) 从股票风格看，11 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 34%，较上月末下降 4%；对周期股平均配置比例为 42%，较上月末上升 5%。11 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 43%，较上月末下降 6%；对周期股平均配置比例为 34%，较上月末上升 4%。

3) 从市值分布看，11 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（41%），较上月末下降 1%；大盘股平均配置比例最低（25%），较上月末上升 2%；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 2%；大盘股平均配置比例最低（16%），较上月末下降 2%；小盘股的平均配置比例为 37%，较上月末上升 3%。

4) 从行业配置看，11 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建筑建材（上升 1.70%），平均仓位降低较大的行业是食品饮料（下降 1.97%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是金融服务（上升 1.86%），平均仓位降低较大的行业是商业贸易（下降 1.73%）。

图 5：投顾平均仓位变动

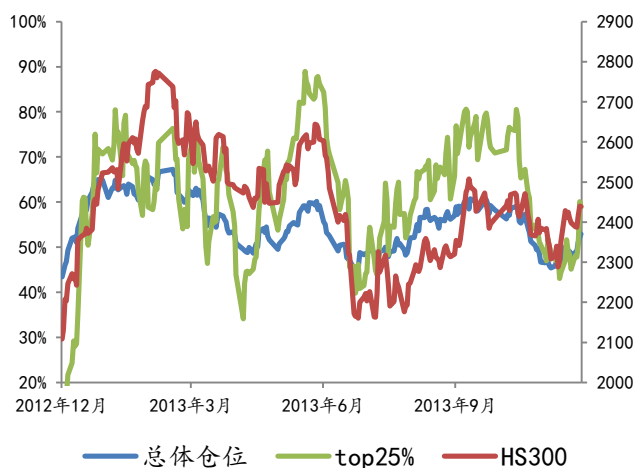


图 6：投顾最新配置比例

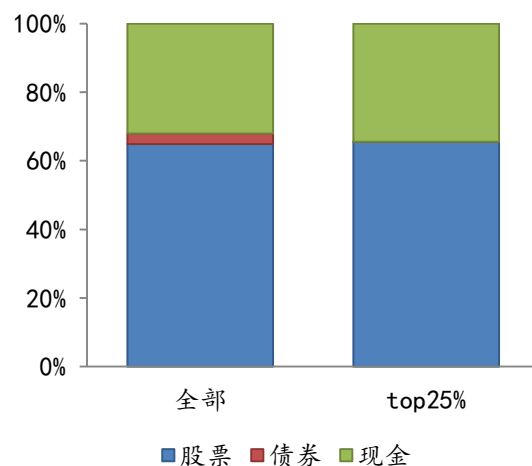


图 7：投资理念平均仓位变动

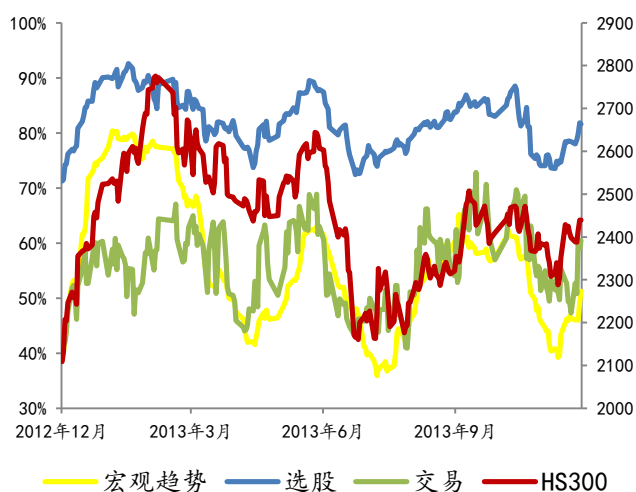


图 8：投资理念最新配置比例

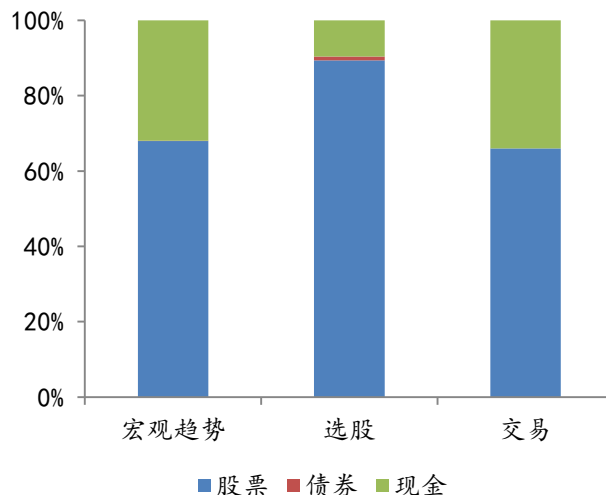


图 9：交易风格平均仓位变动

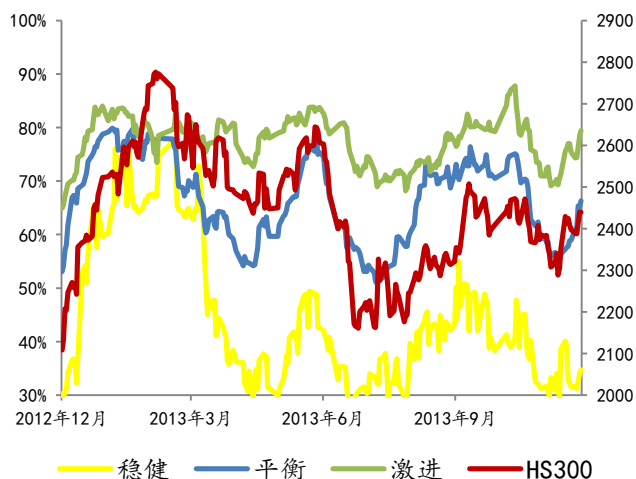


图 10：交易风格最新配置比例

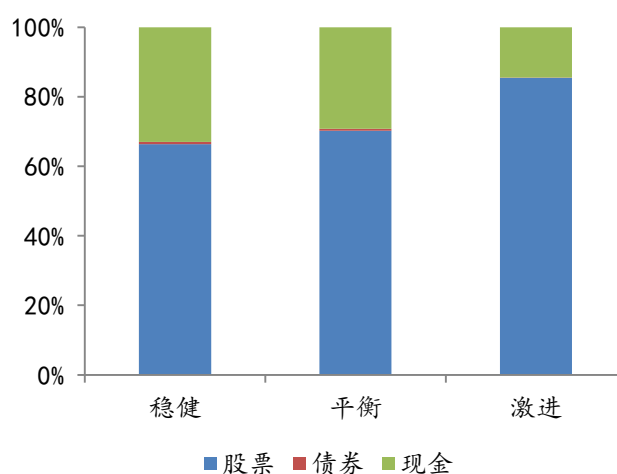


图 11：投顾股票风格配置走势

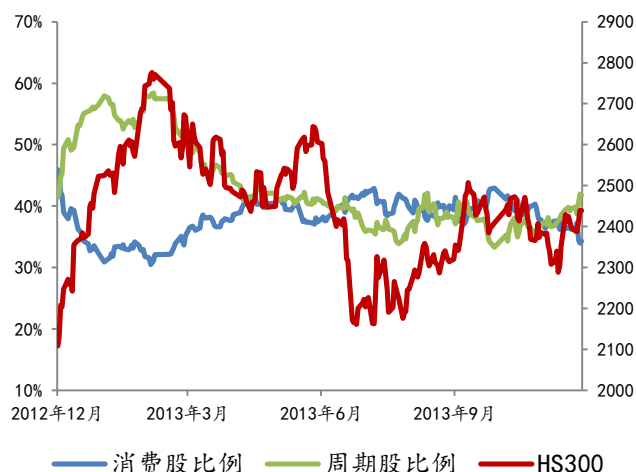


图 12：投顾股票风格配置走势

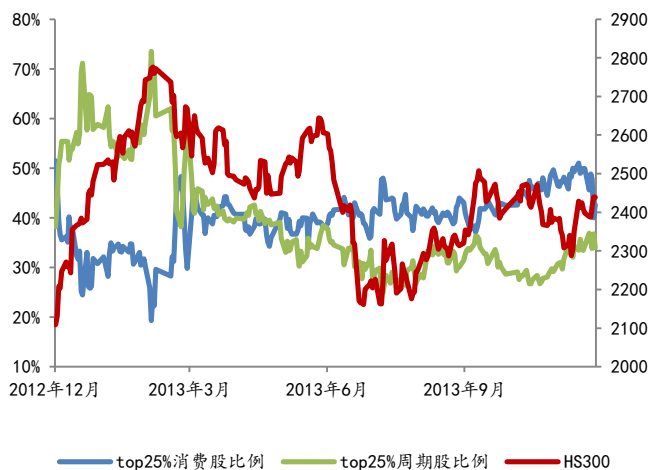


图 13：top25%投顾股票风格配置走势

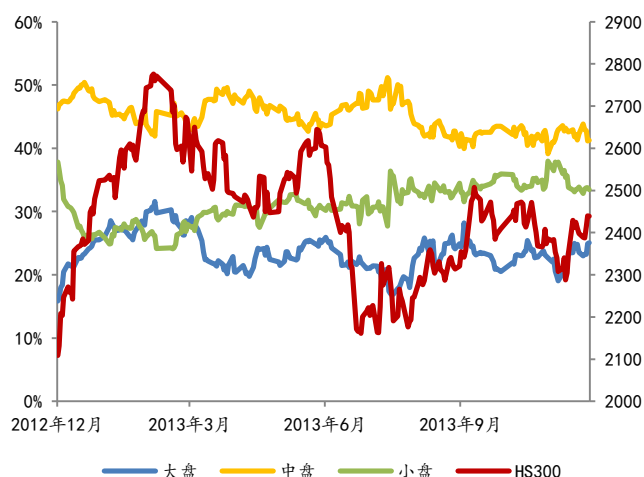


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

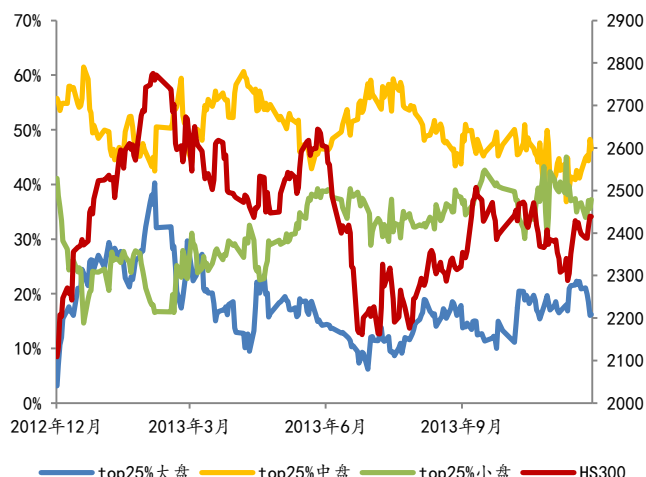


图 15：投顾十大重仓行业

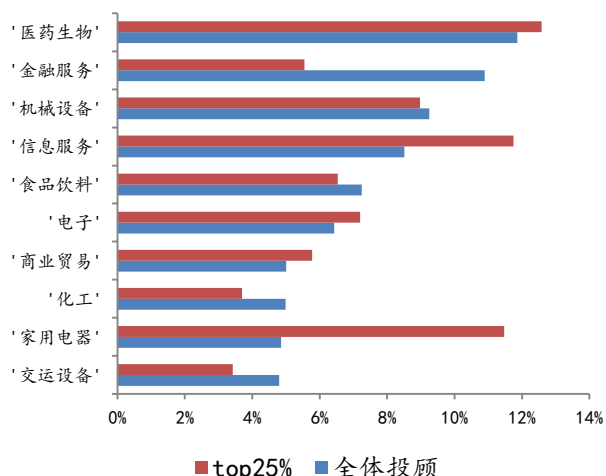
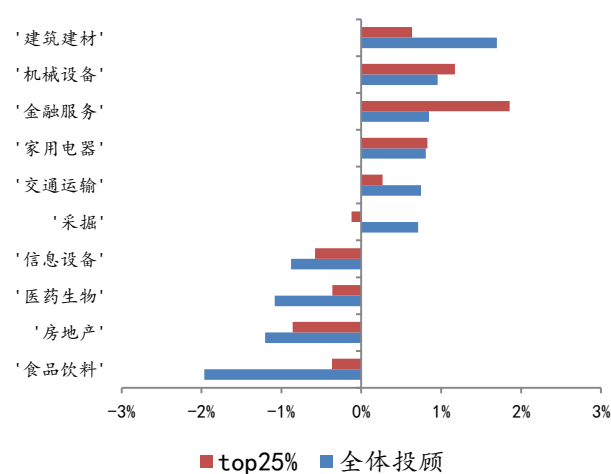


图 16：投顾十大仓位变动行业



二、大盘预判

总体结论：2013 年 12 月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为-0.075 分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为 0.25），较 11 月份的 0.15 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 小幅回落、PPI 价格保持稳定 2) 信贷扩张放缓，经济运行平稳	-0.50
估值盈利	1) 上月大盘、中盘和小盘股估值均上升，小盘股估值上升幅度最大 2) 大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压	+0.50
政策预期	1) 中央经济工作会议明确了 2014 年继续坚持“稳中求进”的总基调以及重点工作	+1.00
市场情绪	1) 公募基金估算仓位、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	-1.30

1、宏观经济

2013 年 11 月份，通胀与经济均小幅回落。非食品价格受产能过剩影响，缺乏上涨动力，与上月持平，食品价格波动是带动 CPI 波动的主要原因，预计 CPI 比上月回落 0.1 个百分点。根据商务部监测，11 月份矿产品、能源、黑色金属、化工产品和建材价格环比持平，橡胶、有色金属、农资和轻工原材料价格环比回落，整体上生产资料价格将保持稳定。

受去年基数影响，进出口增速反弹，出口仍面临压力，出口形势不乐观；近期房地产调控政策的收紧影响地产销售，进一步影响地产投资，基础设施投资增速回落主要是受去年铁路投资基数较高的影响，因此房地产和基础设施投资增速回落的概率较大。

在 QE 退出预期缓解的背景下，外汇占款新增量有望维持高位，预计信贷与去年持平，低基数因素也导致 M2 增速难以大幅度回落，全年 M2 增速高于 13% 的调控目标的概率大。

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		国信证券	
			11 月	变化	11 月	变化	11 月	变化

社会消费品零售总额	14.9	13.3	13.4	0.10	13.1	-0.20	13.3	0.00
城镇固定资产投资	20.7	20.1	20.1	0.00	20.1	0.00	20	-0.10
出口额同比增长率	2.9	5.6	10.1	4.50	7.5	1.90	8	2.40
进口额同比增长率	0	7.6	8.7	1.10	8.4	0.80	7.6	0.00
外贸顺差	196.3	311	237	-74.00	195	-116	217	-94.00
工业增加值	10.1	10.2	10	-0.20	10.1	-0.10	10.1	-0.10
CPI	2	3.2	3.1	-0.10	3	-0.20	3.3	0.10
PPI	-2.2	-1.5	-1.4	0.10	-1.4	0.10	-1.4	0.10
银行新增贷款（十亿）	522.9	787	660.8	-126.20	--	--	600	-187.00
贷款余额同比增长率	15.7	14.2	14.2	0.00	14.2	0.00	--	--
M2 同比增长率	13.9	14.3	14.2	-0.10	--	--	14.10	-0.20

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

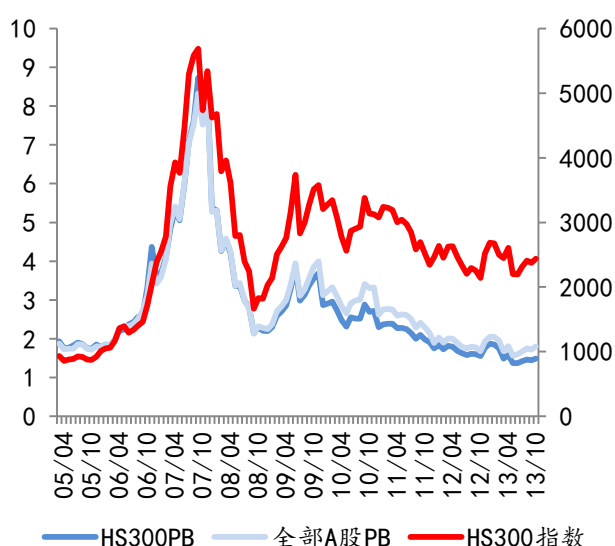


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

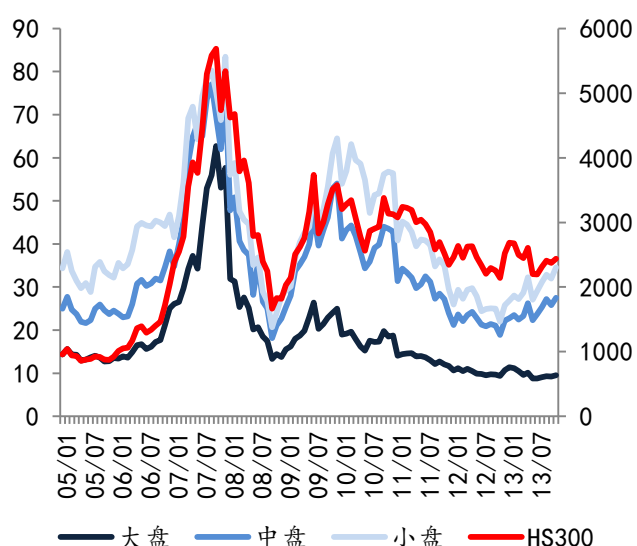
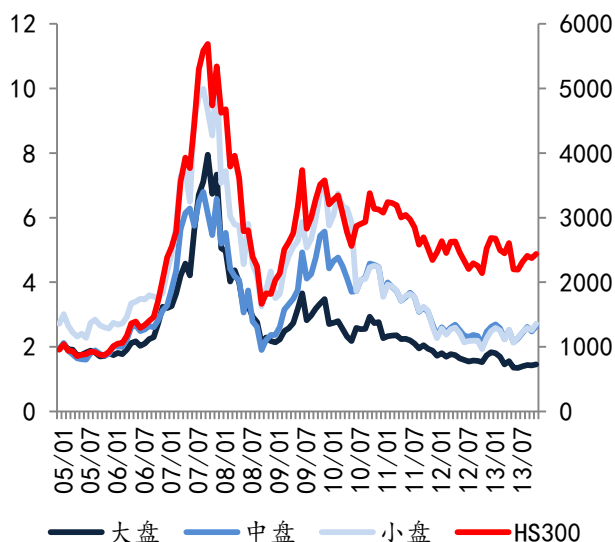


图 19: 风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 11 月份大盘震荡上行，沪深 300 指数上涨 2.75%，全市场估值上移 1.71%，大盘蓝筹股估值上移 2.1%，中盘股和小盘股估值分别上升了 6.45% 和 7.94%，小盘股估值上升幅度最大，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 1.8 和 1.49，较 2013 年 10 月份的 1.72 和 1.45 分别上升了 4.65% 和 2.76%。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 9.5、27.52 和 34.56，相对于 2013 年 10 月份的 9.26、25.82 和 31.97，大盘股、中盘股和小盘股估值分别上升了 2.59%、6.58% 和 8.1%；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 1.46、2.64 和 2.72，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，中央经济工作会议与城镇化工作会议明确了 2014 年继续坚持“稳中求进”的总基调以及重点工作，积极的财政政策与稳健的货币政策组合给市场吃了一颗“定心丸”，2014 年是落实三中全会精神、全面深化改革的第一年，各种具体的改革措施将是市场运行的核心驱动变量。

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
政策不确定性消除	瑞银证券	积极的财政政策与稳健的货币政策	<p>1) 中央经济工作会议与城镇化工作会议明确了“稳中求进”的总基调以及重点工作</p> <p>2) 2014 年是落实三中全会精神、全面深化改革的第一年，各种具体的改革措施将是市场运行的核心驱动变量</p>

4、市场情绪

市场情绪综合得分为-1.3 分（分值区域从-3 分至+3 分），较上月底所得-0.4 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 个月偏低位置，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-1.0 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 9.5 万户，处于近 10 个月偏低位置，得-1.7 分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深 300 走势

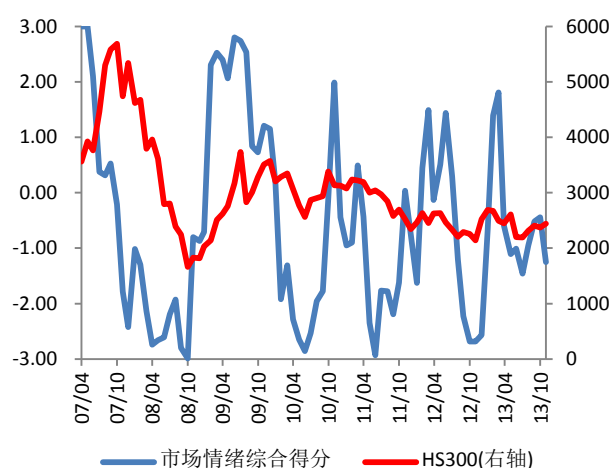


图 21：估算基金仓位与沪深 300 走势

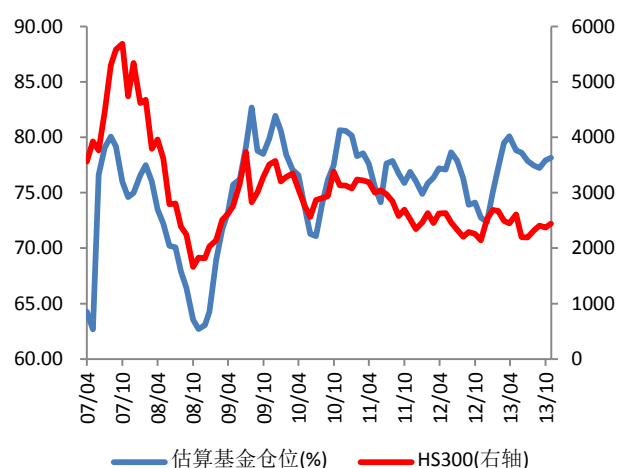


图 22：长短期国债利差与沪深 300 走势

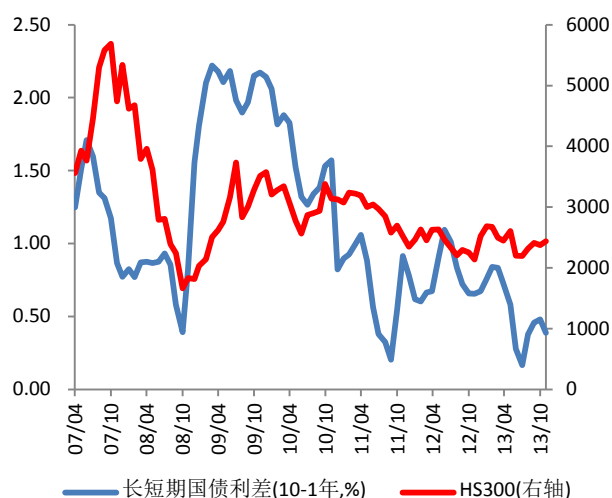
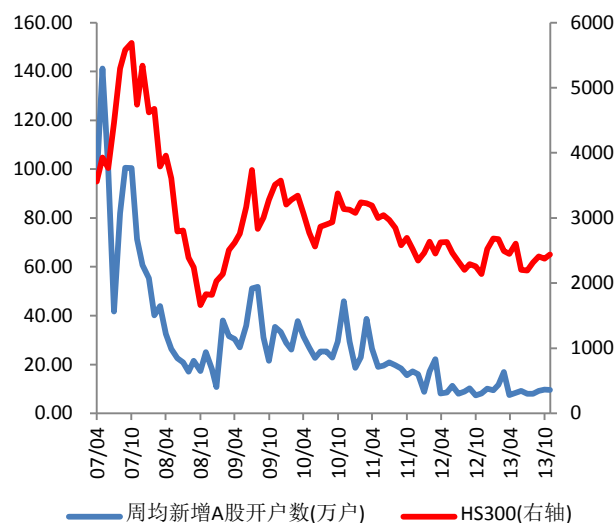


图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

11 月市场指数震荡上升，12 月份大多券商对明年市场走势进行展望，大多认为改革红利与资金价格高企、信用风险等问题并存，认为 2014 存在互联网、环保、军工、农业、铁路等改革主题的结构性机会；但也有机构认为虽然改革可能改善长期预期，但是短中期的经济基本面找不到支持，并要防范流动性的冲击风险。

表 5：布局改革红利

机构	看多行业	看多逻辑
兴业证券	互联网、环保、新能源、医药、军工、农业、水泥、铁路、非银金融	<p>2014 年的主要矛盾是：改革红利释放，引发存量财富再配置；次要矛盾是资金价格高企、信用风险、经济增速。因此，周期股占主导的上证综指依然在遭遇重重压力“围堵”。但是，改革带来微观企业活力的提升和民众信心提升，有助于 A 股市场结构性行情的扩展。</p> <p>落实到投资机会，首先，转型新经济成长股行情，包括互联网、环保、新能源、医药等，代表着未来胜利的方向，但遭遇短期的压力，建议耐心地采用“蘑菇战术”，坚持精选龙头，灵活出击板块机会。其次，传统领域寻求突破口，插上改革的翅膀。传统领域因为供需错配严重，在过去几年成为做空中国股市的主战场，但是 2014 年开始会逐步发生变化，特别是受益于改革的领域，比如，国家战略投入（军工等）、供给端改善（农业、水泥）、国企改革（铁路、上海、安徽等）、金融创新（非银金融）。</p>
申万证券	国防安全、信息安全、民营金融、油	14 年市场依然充满结构性机会，除了新兴成长在调整之后有望重新出发，还建议投资者积极布局改革主题，包括

气、医院、传媒、环保、生态、铁路、4G

五大方向：1、安全建设：国防安全、信息安全、消费安全；2、破除垄断：重点在民营金融、油气、医院、传媒、环保等领域；3、国企改革：业绩和估值引来“戴维斯”双击；4、生态变革：环保产业链、中游或受益于过剩产能淘汰的结构性机会；5、网络创新：铁路、4G 等有形网络建设以及互联网对传统行业的重构。金融、地产等低估值价值股的表现更多是由于优先股推出、A 股纳入 MSCI 指数进展、银行做股权激励、利空出尽（房产税、地方债）等事件带来的脉冲式机会。

表 6：改革是带刺的玫瑰

机构	看多行业	看多逻辑
长江证券	国企改革、军工、农业及土地流转、城镇化、高铁、大众消费品、医药、环保、LED	<p>12 月在国内主导的因素下，流动性可能会转紧。三中全会的改革预期一方面会产生较为广泛的主题性投资机会，同时也会重复中期经济下行的预期。所以整体市场将呈现结构性行情。配置上，仍然建议回避周期类行业，虽然改革可能改善长期预期，但是短中期的经济基本面都找不到支持中上游行业的原因；创业板也需要向有业绩支撑的品种集中，以防流动性的冲击风险；与三中全会相关的主题性投资机会在 12 月仍然是投资的热点，值得关注。</p> <p>总体来说，目前的配置组合为：主题性投资机会（国企改革、军工、农业及土地流转、城镇化、高铁）30%+成长股（大众消费品、医药、环保、LED）25%+低估值 15%+其他个股配置 10%。</p>

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：五个纬度择时策略；基于现金流的大小盘轮动配置策略；基于现金流的行业配置模型。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
基于五个纬度量化择时框架的构建	山西证券	<p>策略逻辑：从五个纬度（宏观经济、流动性、企业盈利趋势、投资者情绪、分析师一致预期）选择量化指标，构建针对大盘的量化择时框架。</p> <p>策略表现：自 2005 年至今，相对于 HS300 的超额收益率 63.29%，年化超额收益为 7.45%。</p>
基于现金流的行业投资	国信证券	<p>策略逻辑：基于现金流的大小盘轮动量化模型，分别采用大盘宽基指数沪深 300，以及小盘宽基指数创业板指，作为投资标的。相应</p>

时钟和大小盘轮动量化模型		定义大盘风格和小盘风格，采用整体法，考察大盘风格相对小盘风格的自由现金流的变动情况，进而判断每个财报季度大小盘的轮动配置。 策略表现： 自 2005/9 至今，以“沪深 300-创业板指等权”为基准，年化超额收益 9.1%，期间最大超额收益回撤 10.9%。
基于现金流的行业投资时钟和大小盘轮动量化模型	国信证券	策略逻辑： 基于现金流的行业投资时钟量化模型，考察企业的现金流，结合通胀变化对企业资本支出，特别是长期资本支出成本变化的考量，综合判断各行业盈利的周期性波动，并且与行业投资时钟的复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段相对应。 策略表现： 自 2005/11 至今，以沪深 300 为基准，年化超额收益 25.1%，最大超额收益回撤 18.3%。

2、学术研究

本期重点关注：消费波动率影响资产回报；经济体量影响货币回报；公司上市与否影响收购表现。

表 8：学术研究动态

论文名称：Consumption Volatility Risk

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文表明宏观经济波动影响资产价格。消费波动率对于许多投资组合是风险负定价源。在公司层面，对消费波动率风险的暴露，可预测未来收益，提供五等分组合之间超过年化 7% 的价差。这种溢价，可由股利波动率相对消费波动率敏感性的截面差异来解释。在不确定时段，现金流不稳定的股票需要更高的期望收益。

论文名称：Country Size, Currency Unions, and International Asset Returns

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

不同发达国家之间的真实利率差异，令人疑惑地巨大与持续。论文提出一个简单解释：以更大经济体货币发行的债券，因为抵御了影响世界经济更多部分的冲击，所以贵。论文表明实际上，经济体量的差异解释了大部分货币回报的截面差异。数据也支持模型的附加暗示：货币共同体的引入，降低了参与国家的利率，更大经济体非贸易行业的股票，具有更低的期望回报。

论文名称：Private and Public Merger Waves

来源：The Journal of Finance (2013)

主要观点：

论文表明兼并浪潮中，作为资产的买方与卖方，公共公司比私人公司参与得更多，其参与更多受到信用价差与总体市场估值影响。公共公司收购的生产率增益更高，尤其对于浪潮之中的收购，或当收购者的股票流动性好、估值高时。论文结果并不仅由公共公司对资本的更易获取性决定。使用公司生命早期的生产率数据，论文发现更好的私人公司逐步选择上市。初始规模与生产率可预测十年或更多年之后的资产追逐与销售。

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。