

投研参考 (2014 年 1 月刊)

摘要:

一、投顾表现

12 月份投顾月平均收益率为-1.22%，同期沪深 300 指数收益率为-4.47%；本月 33%的产品取得正收益。

1、12 月末全体投顾平均股票仓位为 50%，较上月末下降 3%；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 62%，较上月末上升 3%。

2、从风格看，12 月末全体投顾周期股配置比例高于消费股 1%，top25%的投顾消费股配置比例高于周期股 16%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（45%），较上月末上升 4%；top25%的投顾配置比例最高的也是中盘股（40%），较上月末下降 6%。

3、12 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医药生物，平均仓位降低较大的行业是建筑建材。

二、大盘预判

总体结论：2014 年 1 月份，大盘综合得分为-0.325 分，较 2013 年 12 月份的-0.075 分小幅下降。在四个层面中，宏观经济好于上月份，大盘、中盘和小盘股估值较上月下降，估值占优，市场对政策预期偏多，市场情绪小幅变差。

1、宏观经济：CPI 小幅回落、PPI 降幅收窄、信贷增长放缓，经济延续小幅回落。

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

3、政策预期：在保持经济平稳的前提下，2014 年将全面布局改革

4、市场情绪：小幅变差。

三、策略关注

1、乱战行情：流动性问题与新股发行不确定性仍将压制市场估值，选择军工、智能电网等局部机会，注重确定性。

2、流动性修复：2 月份的 IPO 空窗期，流动性可能有所恢复。奥赛康事件之后，证监会限制老股转让，短期有利于创业板。

四、研究动态

1、券商研究关注：鳄鱼组线交易策略；被真实低估价值股选股策略；高送转选股策略。

2、学术研究关注：伙伴公司影响公司融资政策；产品市场威胁影响公司金融政策；商品期货收益的两种风险溢价为现货溢价与期限溢价。

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: 乱战行情.....	12
表 6: 流动性修复.....	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: 12 月份投顾收益率分布	4
图 2: 2013 年累计收益率分布	4
图 3: 12 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) 12 月份投顾的平均收益率为-1.22%，33%的产品取得了正收益；2013 年投顾的平均累计收益率为 10.43%，有 70%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) 12 月份选股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 1：12 月份投顾收益率分布

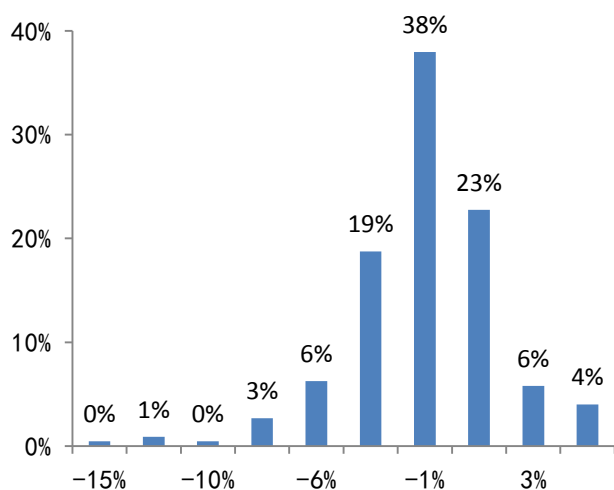


图 2：2013 年累计收益率分布

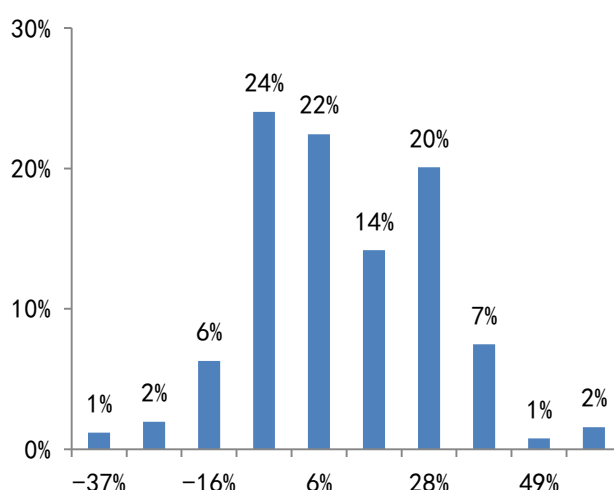


图 3：12 月份投顾风格表现

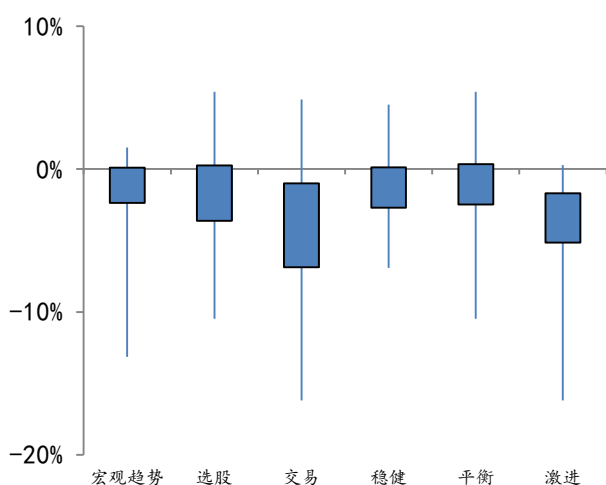
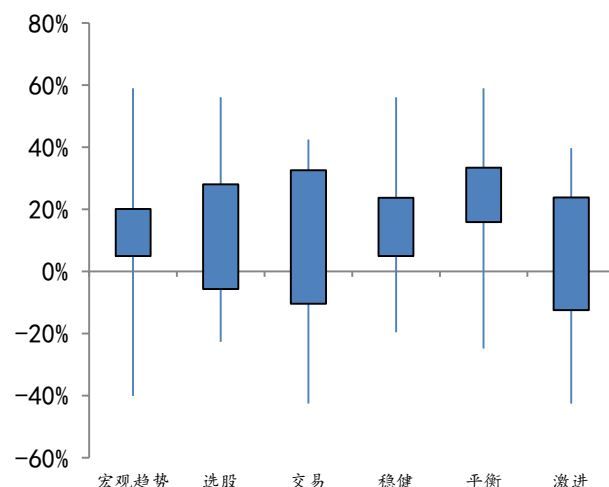


图 4：2013 年投顾风格表现



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) 12 月末全体投顾平均股票仓位比例为 50%，较上月末下降 3%；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 62%，较上月末上升 3%。选股型投顾股票仓位比例最高（82%），与上月末持平；交易型投顾股票仓位比例为 53%，较上月末下降 7%；宏观趋势型投顾股票仓位比例最低（48%），较上月末下降 3%。

2) 从股票风格看，12 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 39%，较上月末上升 5%；对周期股平均配置比例为 40%，较上月末下降 2%。12 月末 top25%的投顾对消费股平均配置比例为 47%，较上月末上升 4%；对周期股平均配置比例为 31%，较上月末下降 3%。

3) 从市值分布看，12 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（45%），较上月末上升 4%；大盘股平均配置比例最低（24%），较上月末下降 1%；小盘股平均配置比例为 31%，较上月末下降 2%。top25%投顾对中盘股的平均配置比例最高（40%），较上月末下降 6%；大盘股平均配置比例最低（21%），较上月末上升 5%；小盘股的平均配置比例为 39%，较上月末上升 2%。

4) 从行业配置看，12 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家用电器。全体投顾平均仓位增加较大行业是医药生物（上升 2.80%），平均仓位降低较大的行业是金融服务（下降 1.75%）。top25%的投顾平均仓位增加较大的行业是医药生物（上升 2.50%），平均仓位降低较大的行业是建筑建材（下降 1.50%）。

图 5：投顾平均仓位变动

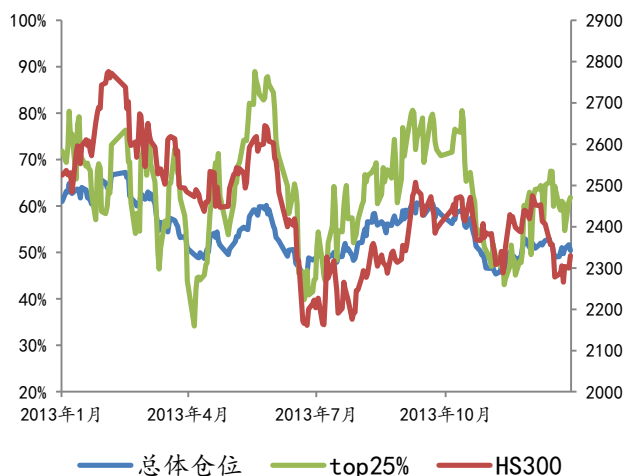


图 6：投顾最新配置比例

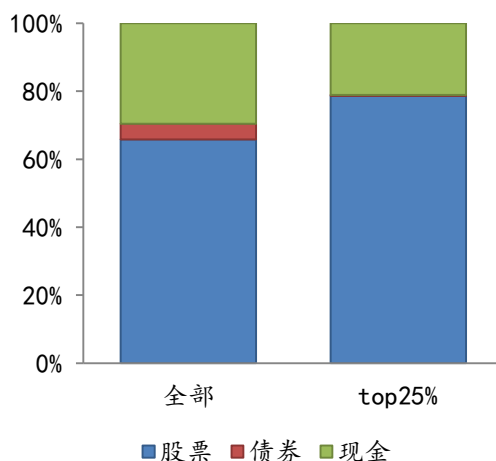


图 7：投资理念平均仓位变动

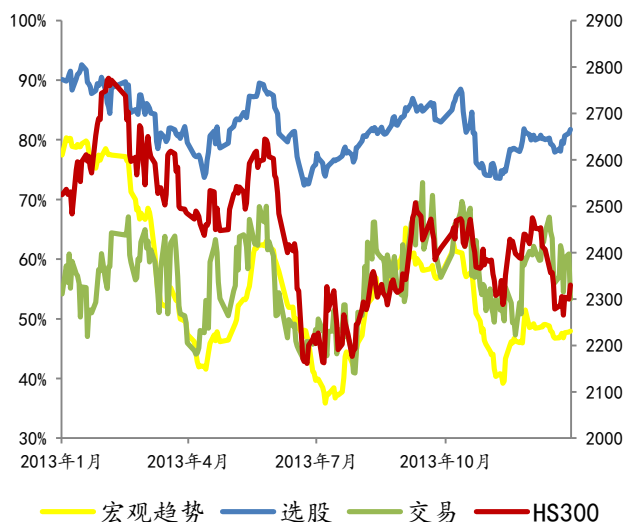


图 8：投资理念最新配置比例

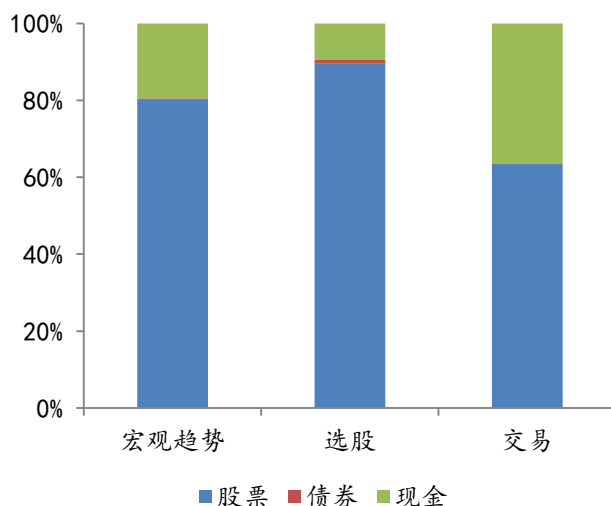


图 9：交易风格平均仓位变动

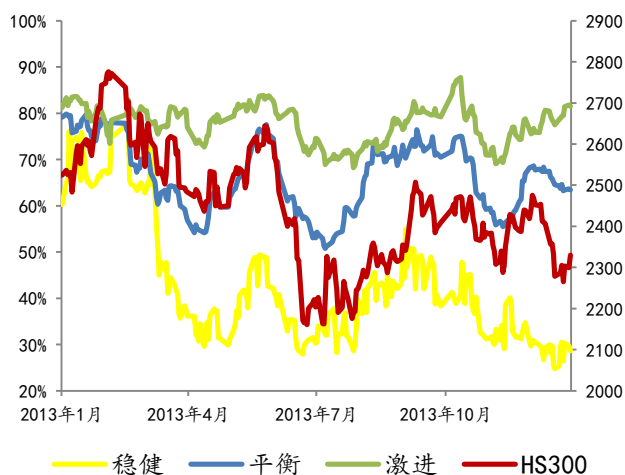


图 10：交易风格最新配置比例

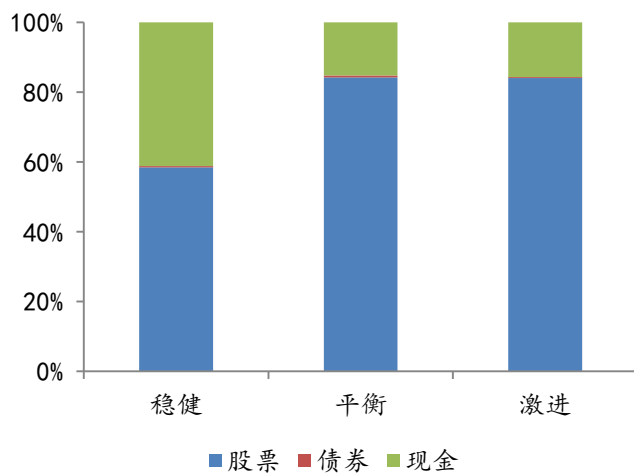


图 11：投顾股票风格配置走势

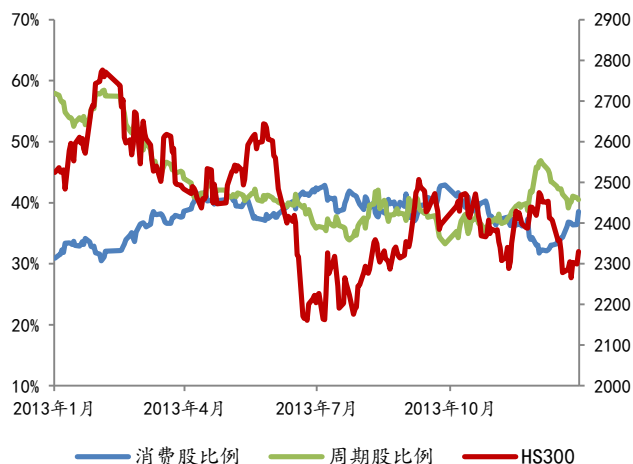


图 12：投顾股票风格配置走势

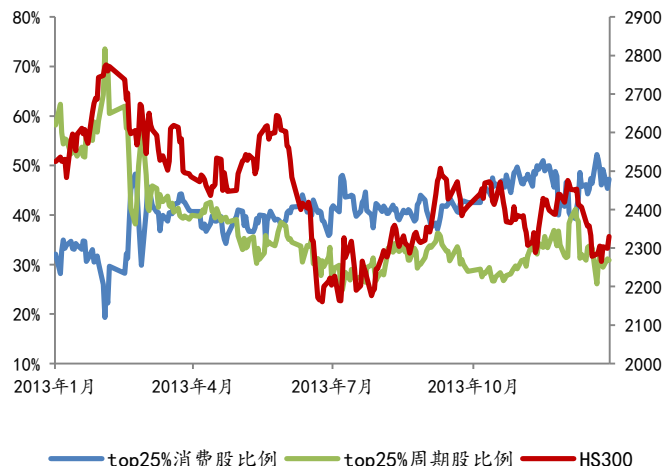


图 13：top25% 投顾股票风格配置走势

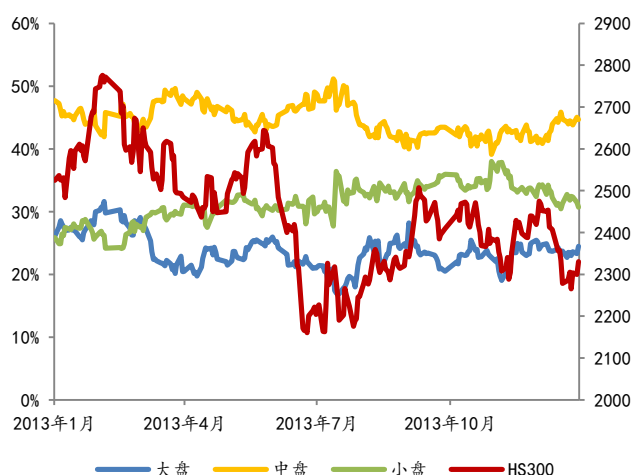


图 14：top25% 投顾股票风格配置走势

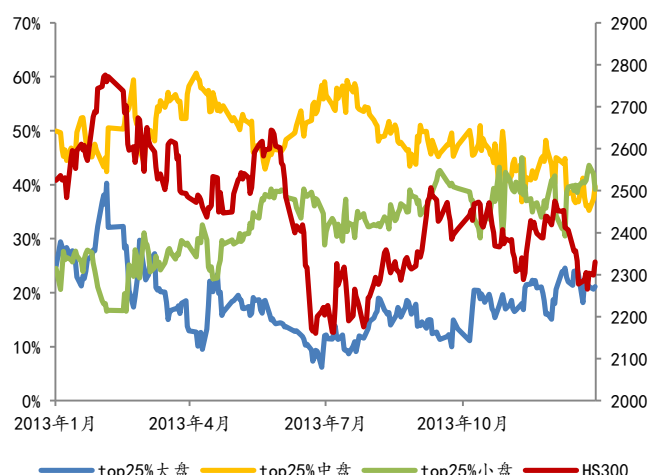


图 15：投顾十大重仓行业

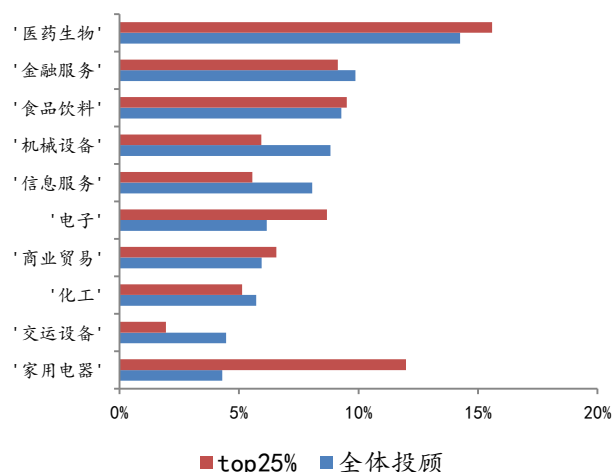
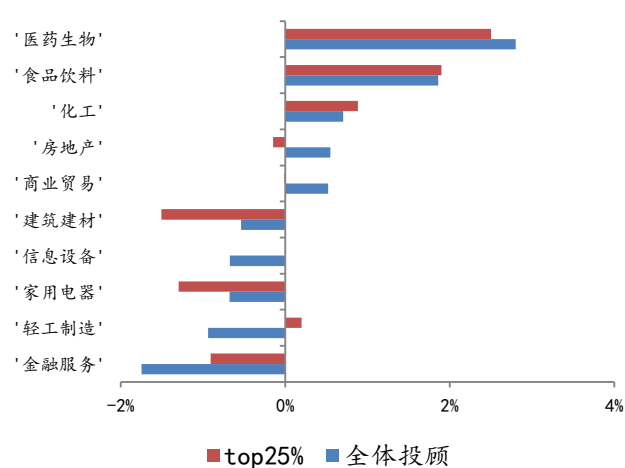


图 16：投顾十大仓位变动行业



二、大盘预判

总体结论：2014 年 1 月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为-0.325 分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为 0.25），较 2013 年 12 月份的-0.075 分小幅下降。在四个层面中，宏观经济好于上月份，大盘、中盘和小盘股估值较上月下降，估值占优，市场对政策预期偏多，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 降幅收窄 2) 信贷增长放缓，经济延续小幅回落	-1.00
估值盈利	1) 上月大盘、中盘和小盘股估值均下降，大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	+0.50
政策预期	1) 在保持经济平稳的前提下，将全面布局改革	+1.00
市场情绪	1) 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 3) 公募基金估算仓位，创近 10 个月新低	-1.8

1、宏观经济

2013 年 12 月份，通胀和经济延续小幅回落走势。四季度通胀低于预期，蔬菜价格由此前几个月的环比大幅上涨转为本月的环比下跌，带动食品价格回落，而非食品价格与上月持平；PPI 预计比上月降幅收窄，矿产品、能源和农资价格环比上涨，而橡胶价格环比回落；官方 PMI 指数显示出口需求可能放缓，由于去年 12 月份的高基数和最近外汇管理局加强贸易监管，可能也会打击此前隐蔽在出口贸易中的套利活动，预计出口增长可能放缓，而进口基本保持稳定。

受银行间流动性再次收紧影响，信贷增长有所放慢，年底流动性需求出现季节性窜升，财政放款步伐异于往常，导致 12 月货币市场利率再次大幅度上升，预计新增人民币贷款小幅回落，全年新增贷款规模为 9 万亿左右；受基数因素、偏高资金价格以及房地产调控政策的影响，同时，铁路投资已经在年底提速，意味着基础设施投资依然稳健，总体上投资增长仍保持稳定；

近期 PMI 数据显示，工业生产的增长势头或有所减弱，再加上去年的基数较高，预计工业生产放缓，或拉低四季度 GDP 增速至 7.5% 左右。

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	
			12 月	变化	12 月	变化	12 月	变化
社会消费品零售总额	15.2	13.7	13.7	0.00	13.5	-0.20	13.4	-0.30
城镇固定资产投资	20.6	19.9	19.9	0.00	19.7	-0.20	19.7	-0.20
出口额同比增长率	14.1	12.7	5	-7.70	3	-9.70	4.5	-8.20
进口额同比增长率	6	5.3	5	-0.30	7	1.70	6	0.70
外贸顺差	316.2	338.1	330.5	-7.60	252	-86.10	299	-39.10
工业增加值	10.3	10	9.7	-0.30	9.8	-0.20	9.5	-0.50
CPI	2.5	3	2.5	-0.50	2.4	-0.60	2.4	-0.60
PPI	-1.9	-1.4	-1.3	0.10	-1.4	0.00	-1.4	0.00
银行新增贷款（十亿）	453.3	624.6	600	-24.60	--	--	580	-44.60
贷款余额同比增长率	15	14.2	14.3	0.10	14.3	0.10	14.3	0.10
M2 同比增长率	13.8	14.2	13.8	-0.40	--	--	13.6	-0.60

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

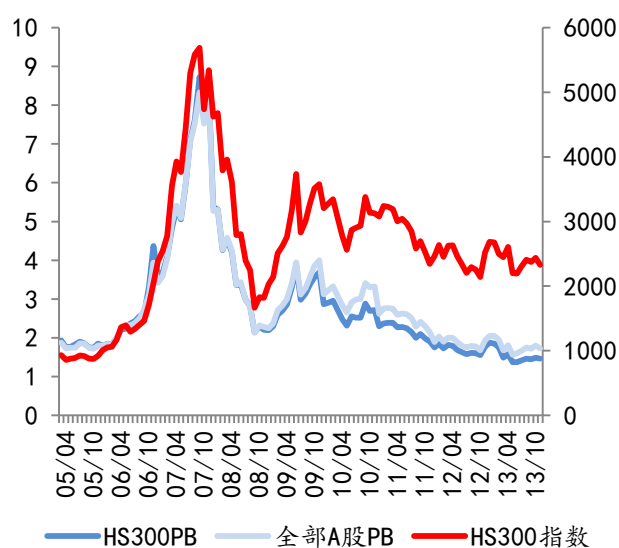


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

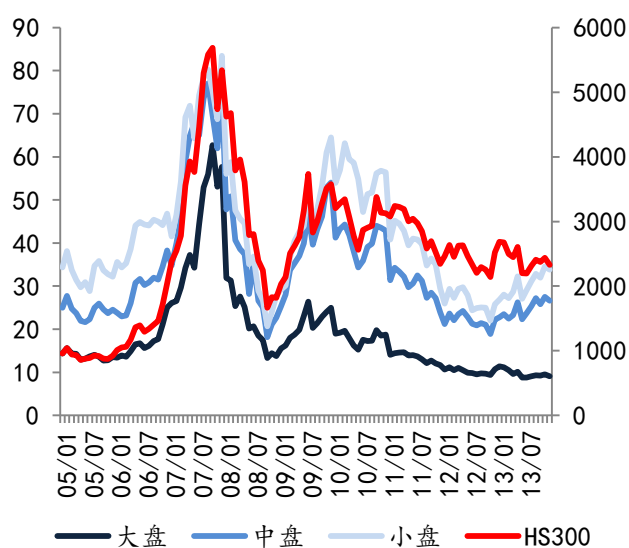
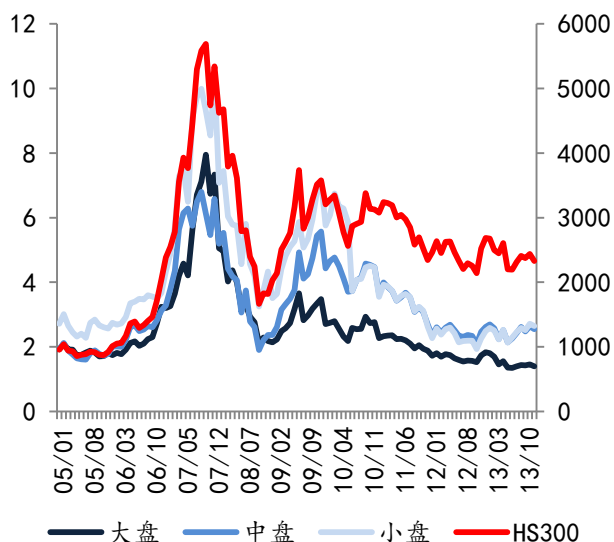


图 19: 风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 12 月份大盘震荡下行，沪深 300 指数下跌 4.47%，全市场估值下移 3.89%，大盘蓝筹股估值下移 4.53%，中盘股和小盘股估值分别下降了 3.2% 和 2.17%，大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 1.73 和 1.46，较 2013 年 11 月份的 1.8 和 1.49 分别下降了 3.89% 和 2.01%。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 9.07、26.64 和 33.81，相对于 2013 年 11 月份的 9.5、27.52 和 34.56，大盘股、中盘股和小盘股估值分别下降了 4.53%、3.2% 和 2.17%；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、2.55 和 2.65，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，在保持经济平稳的前提下，将全面布局改革，重点关注国企改革、农村土地流转、自贸区、城镇规划战略。

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
全面布局改革	申银万国	在保持经济平稳的前提下，将全面布局改革，重点关注国企改革、农村土地流转、自贸区、城镇规划战略	1、中央制定 2014 年的政策基调和改革议程 2、会议包括中央经济工作会议、城镇化会议和中央农村工作会议等多个重要会议

4、市场情绪

市场情绪综合得分为-1.8 分（分值区域从-3 分至+3 分），较上月底所得-1.3 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 77%，创近 10 个月新低，得-3.0 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-0.3 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 9.0 万户，处于近 10 个月偏低位置，得-2.0 分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深 300 走势

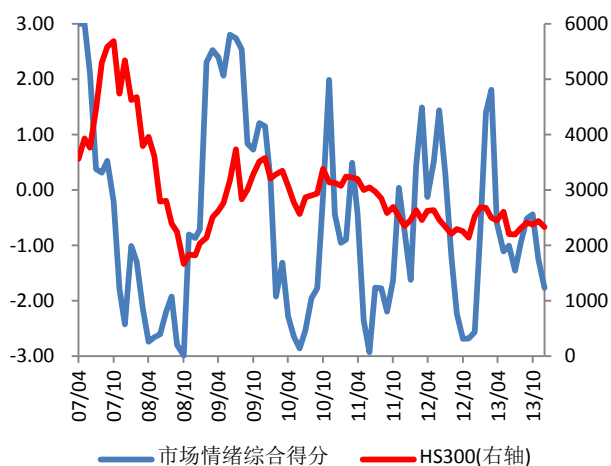


图 21：估算基金仓位与沪深 300 走势

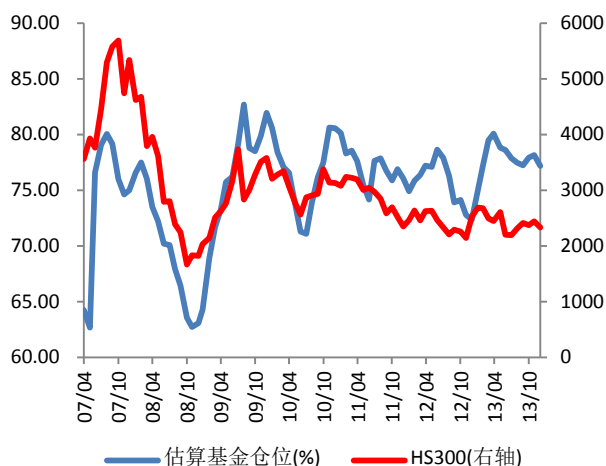


图 22: 长短期国债利差与沪深 300 走势

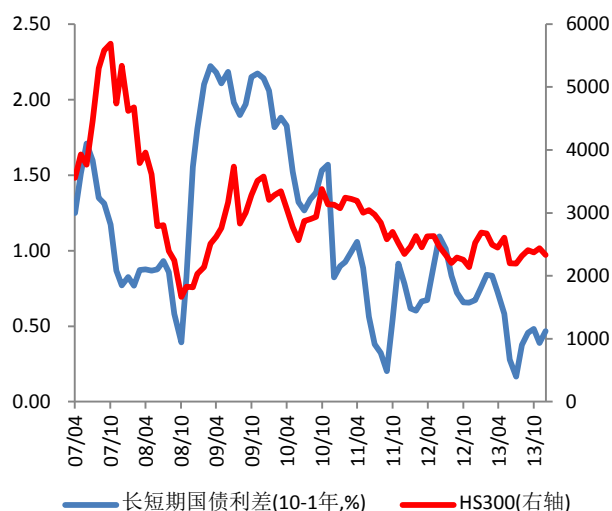
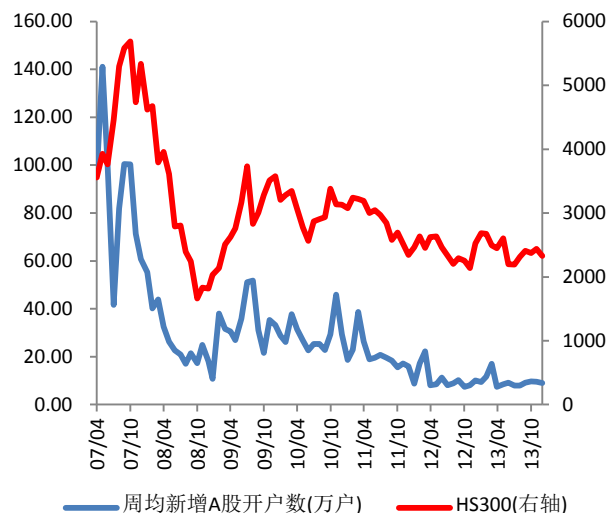


图 23: 周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

12 月市场回调，2014 年初大多券商都认为流动性问题的继续困扰与新股发行不确定性仍将压制市场估值，市场空间不大，应注意控制仓位，可关注智能电网等局部机会；也有机构认为 2 月份的 IPO 空窗期，流动性可能有所恢复。

表 5: 乱战行情

机构	看多行业	看多逻辑
申银万国	军工	未来一个月流动性问题的继续困扰与新股发行不确定性仍将压制市场估值，上涨空间不大（大盘周期逻辑有缺陷，小股票估值高企）；但银行股大多破净，估值较低，中长期改革大方向依然向好，大盘蓝筹下跌空间有限。伴随着新股上市表现，小股票可能阶段性活跃，但受制于整体资金环境，成长型行业之间轮动可能较为频繁，难以形成趋势性机会，赚钱效应不佳，大概率会演绎一场“乱战行情”。寻找不确定中的确定：1）首推军工国企：建议重点关注行业迎来景气拐点。2）随着 IPO 开闸，新股投资机会受到市场广泛关注。
海通证券	智能电网、苹果产业链、4G 产业链、LED	自上而下看，短期业绩空白期，流动性和信用风险的隐忧仍在；新股发行估值、筹资规模高于预期，对市场情绪也有影响。2）保险资金虽然放行投资创业板，但因其更追求绝对收益，短期难有大规模资金流入创业板，更可能参与打新。3）自下而上看白马成长股 PE 较高，控制仓位，等待时机。选择局部机会注重确定性，如投资规模超预期的智能电网、美国科技创新映射的苹果产业链、投资驱动的 4G 产业链、

供需改善的 LED 等。

表 6: 流动性修复

机构	看多行业	看多逻辑
中信证券	创业板	<p>春节过后，宏观流动性环比改善，叠加上风险偏好可能的修复，将使得股市资金供给有所抬升。认为有三个因素可能造成 2 月风险偏好修复：1) 2 月是经济数据的真空期，投资者对于经济基本面的担忧可能暂缓；2) 宏观流动性可能呈现环比改善，一方面直接利好于风险偏好修复，另一方面可能使得投资者对于信用风险的担忧暂缓；3) 两会前改革预期可能重新升温，有助于风险偏好的修复。从资金需求层面看，证监会对于存量股转让数量与 IPO 节奏进行窗口指导，叠加上 2 月中旬后可能有半个月到 1 个月空窗期，IPO 对于市场的负面影响将短暂缓解。</p> <p>奥赛康事件之后，证监会限制老股转让，证监会此举有利于短期创业板。</p>

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：鳄鱼组线交易策略；被真实低估价值股选股策略；高送转选股策略。

表 7: 券商研究动态

报告	来源	主要观点
鳄鱼组线交易系统构建与测评	中原证券	<p>策略逻辑：借鉴比尔威廉姆博士的混沌交易理念，引入基于鳄鱼组线的交易系统。买入方法，基于鳄鱼组线开发分形突破及均线突破的买入技术。卖出方法，采用鳄鱼组线基础上的分形止损止赢理念。</p> <p>策略表现：自 2005/1/4 日至 2013/8/31，对沪深 300 指数、中小板指、创业板指及深医药 50 指数程式化交易，按照预先设定比例组合，收益率 531.59%，最大回撤 16.54%。</p>
寻找被真实低估的“价值股”	国信证券	<p>策略逻辑：通过鉴借“约翰内夫低市盈率投资法则”，区分“被误解”低市盈率公司：良好的成长性；充足的现金流；较高的股息率；较高的股本收益率。</p> <p>策略表现：自 2005/4/30 至 2013/11，复合收益率为 38.83%；相对沪深 300，月度胜率 73.79%，最大回撤 16.17%。</p>
掘金高送配，2013 年高送配精选组合	山西证券	<p>策略逻辑：高送转指每 10 股派送红股和转增股本 5 股及以上，上市公司高送转公告前后产生正向累计超额收益。高送转选股标准：每股未分配利润加上每股资本公积金 > 5 元/股；公司总股本 < 2 亿；当年前三季度归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益同比增长</p>

率>20%；当年前三季度 EPS(TTM)>0.5 元/股；每股净资产>5 元/股；市盈率<所属申万二级行业市盈率*1.3。

策略表现：自 2004 至 2012，累计超额收益 93.58%，年化超额收益 10.40%，年度胜率为 77.78%。

2、学术研究

本期重点关注：伙伴公司影响公司融资政策；产品市场威胁影响公司金融政策；商品期货收益的两种风险溢价为现货溢价与期限溢价。

表 8：学术研究动态

论文名称：Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?

来源：The Journal of Finance (2014)

主要观点：

论文表明在决定公司资本结构与融资政策时，伙伴公司扮演重要角色。公司融资决策较多取决于伙伴公司的融资决策，较少取决于伙伴公司的特性。相比于大多数以前确认的决定因素，伙伴效应对决定资本结构更重要。而且，更小、更不成功的公司，对其更大、更成功的伙伴，高度敏感，反之则无。

论文名称：Product Market Threats, Payouts, and Financial Flexibility

来源：The Journal of Finance (2014)

主要观点：

论文考察产品市场威胁如何影响公司支付政策与现金持有。论文使用公司产品文字描述，开发了竞争性威胁的新测度。基本测度，产品市场易变性，可捕获对手公司产品相比于公司产品的变化。易变性降低公司通过股利或回购进行支付的倾向，提高公司持有的现金。论文结果与如下假设一致，即公司金融政策显著受到产品市场威胁与动态的影响。

论文名称：An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia

来源：The Journal of Finance (2014)

主要观点：

论文确认商品期货收益的两种风险溢价：与标的商品风险相关的现货溢价，与基差变化相关的期限溢价。整理预测变量，例如期货基差、收益动量、波动率、通胀、对冲压力、流动性，论文表明现货溢价为每年 5%至 14%，期限溢价为每年 1%至 3%。

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。