

投研参考（2014年2月刊）

摘要：

一、投顾表现

1月份投顾月平均收益率为2.31%，同期沪深300指数收益率为-5.48%；本月65%的产品取得正收益。

1、1月末全体投顾平均股票仓位为55%，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70%，较上月末上升8%。

2、从风格看，1月末全体投顾周期股配置比例高于消费股2%，top25%的投顾消费股配置比例高于周期股2%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股（40%），较上月末下降5%；top25%的投顾配置比例最高的也是中盘股（50%），较上月末上升10%。

3、1月末全体投顾持仓比例最高的行业是医药生物和信息服务。top25%的投顾平均仓位增加较大的行业是交通运输，平均仓位降低较大的行业是食品饮料。

二、大盘预判

总体结论：2014年2月份，大盘综合得分为-0.7分，较2014年1月份的-0.325分下降幅度较大。在四个层面中，宏观经济差于上月份，大盘和小盘股估值较上月下降，估值占优，市场对政策预期偏空，市场情绪小幅变差。

1、宏观经济：CPI回落、PPI转正尚需时日，对经济走势的确认需要等到2月份数据公布。

2、估值盈利：上月大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：IPO发审会也会重启，股票供给的增加将对市场整体和创业板形成冲击。

4、市场情绪：小幅变差。

三、策略关注

1、接力“红二月”：投资者情绪和技术上均支持“红二月”，推荐包括国家安全在内的主题投资机会。

2、延续结构性行情：未来流动性可能转松，一季度无系统性风险，但仍然是崛起代价的初始阶段，属于有亮点无全局性机会阶段。

四、研究动态

1、券商研究关注：线性回归均线交易策略；知情交易选股策略；估值类因子动态选股策略。

2、学术研究关注：股票极端收益的影响因素；股票价格限制的好处；宏观经济公告对利率期货的影响。



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：接力“红二月”.....	12
表 6：延续结构性行情.....	12
表 7：券商研究动态	13
表 8：学术研究动态	14

图表目录

图 1：1 月份投顾收益率分布	4
图 2：最近 12 个月累计收益率分布	4
图 3：1 月份投顾风格表现	5
图 4：最近 12 个月投顾风格表现	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) 1月份投顾的平均收益率为 2.31%，65%的产品取得了正收益；最近 12 个月投顾的平均累计收益率为 8.41%，有 65%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) 1月份宏观趋势型和平衡风格的投顾表现较好；最近 12 个月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 1：1 月份投顾收益率分布

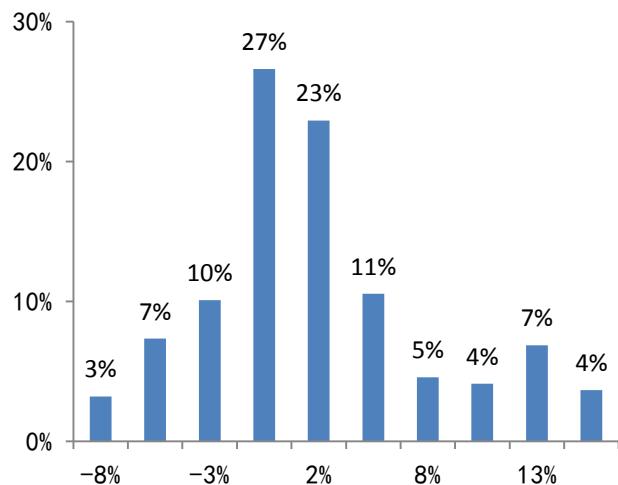


图 2：最近 12 个月累计收益率分布

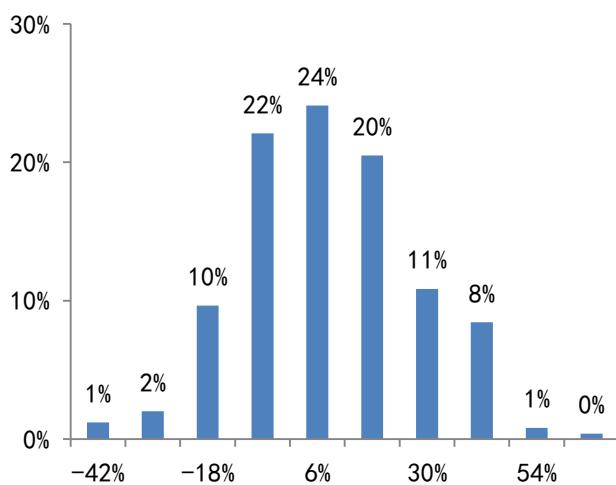




图 3: 1 月份投顾风格表现

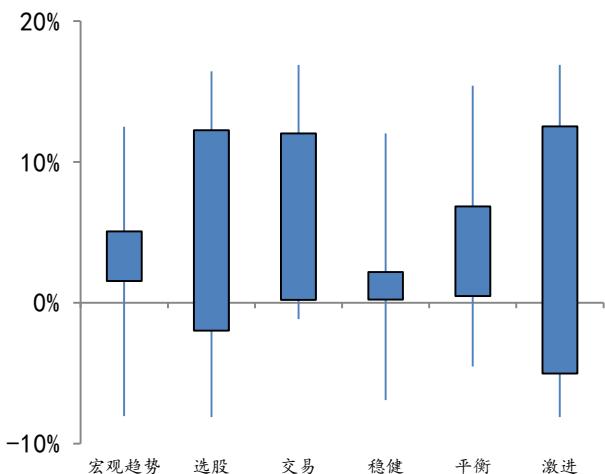
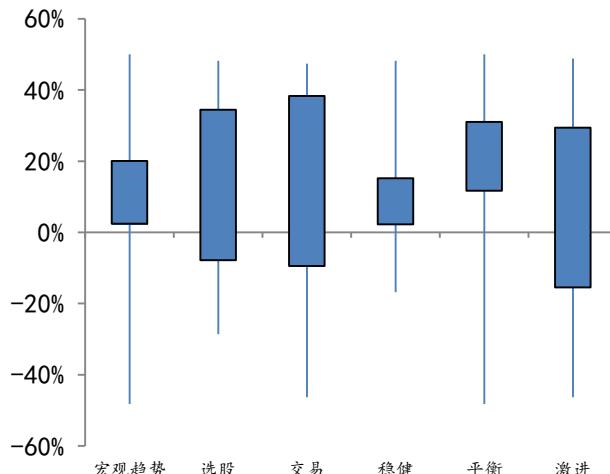


图 4: 最近 12 个月投顾风格表现



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) 1 月末全体投顾平均股票仓位比例为 55%，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 70%，较上月末上升 8%。选股型投顾股票仓位比例最高（84%），较上月末上升 2%；交易型投顾股票仓位比例为 68%，较上月末上升 15%；宏观趋势型投顾股票仓位比例最低（54%），较上月末上升 6%。

2) 从股票风格看，1 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 36%，较上月末下降 3%；对周期股平均配置比例为 38%，较上月末下降 2%。1 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 36%，较上月末下降 11%；对周期股平均配置比例为 34%，较上月末上升 3%。

3) 从市值分布看，1 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（40%），较上月末下降 5%；大盘股平均配置比例最低（26%），较上月末上升 2%；小盘股平均配置比例为 34%，较上月末上升 3%。top25% 投顾对中盘股的平均配置比例最高（50%），较上月末上升 10%；大盘股平均配置比例最低（14%），较上月末下降 7%；小盘股的平均配置比例为 37%，较上月末下降 2%。

4) 从行业配置看，1 月末全体投顾平均持仓最重的行业是医药生物和信息服务，top25% 的投顾平均持仓最重的行业也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信息服务（上升 2.99%），平均仓位降低较大的行业是金融服务（下降 1.74%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是交通运输（上升 2.09%），平均仓位降低较大的行业是食品饮料（下降 3.12%）。



图 5：投顾平均仓位变动

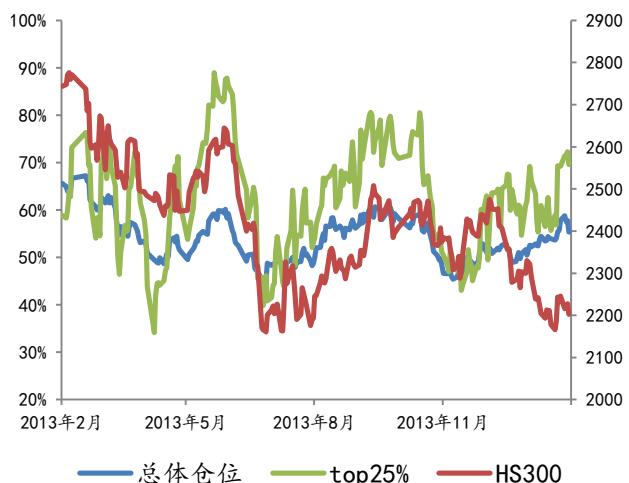


图 6：投顾最新配置比例

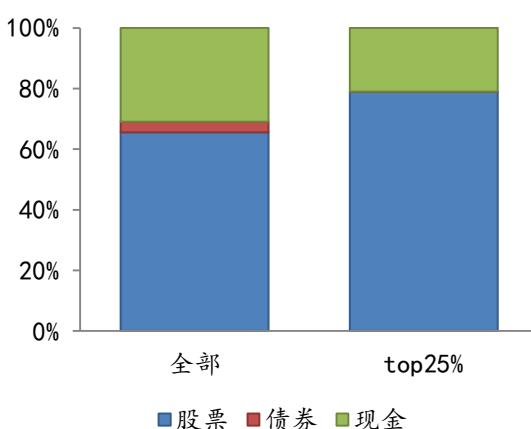


图 7：投资理念平均仓位变动

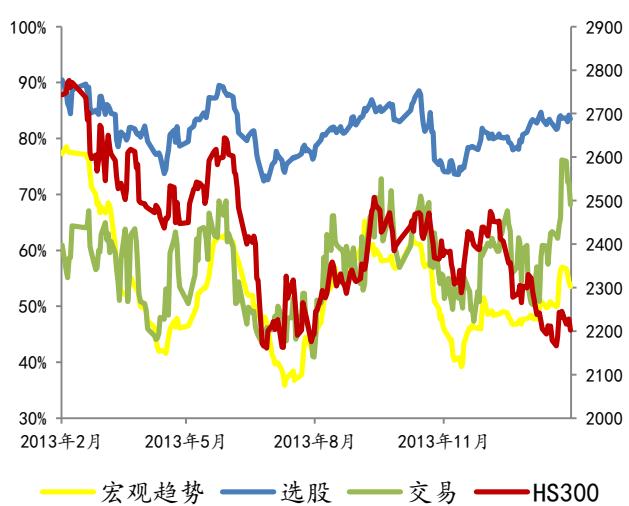


图 8：投资理念最新配置比例

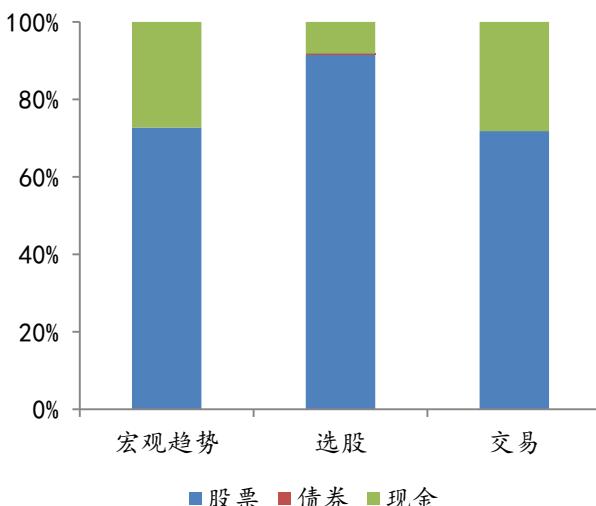


图 9：交易风格平均仓位变动

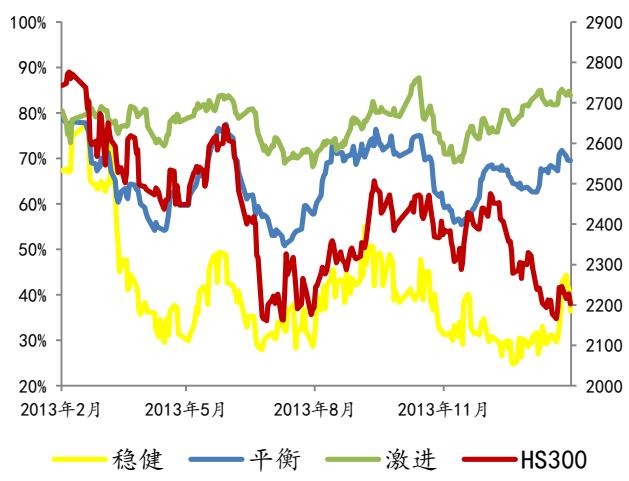


图 10：交易风格最新配置比例

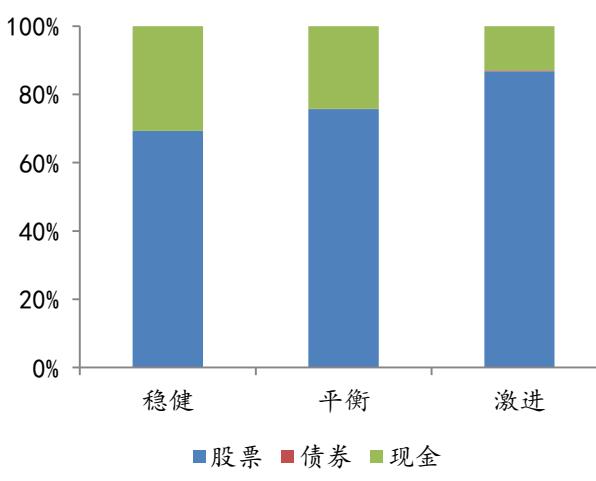




图 11：投顾股票风格配置走势

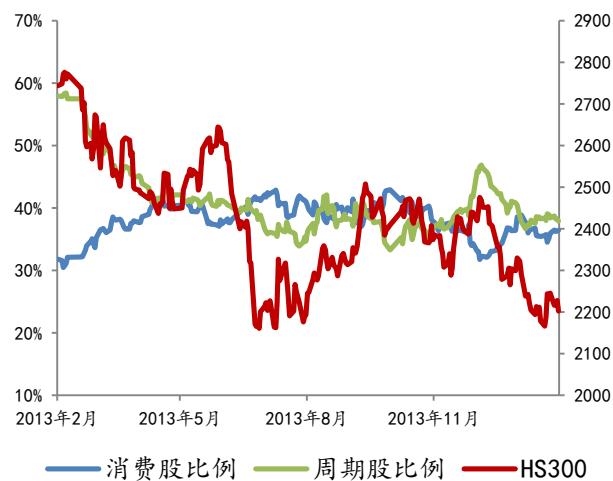


图 12：投顾股票风格配置走势

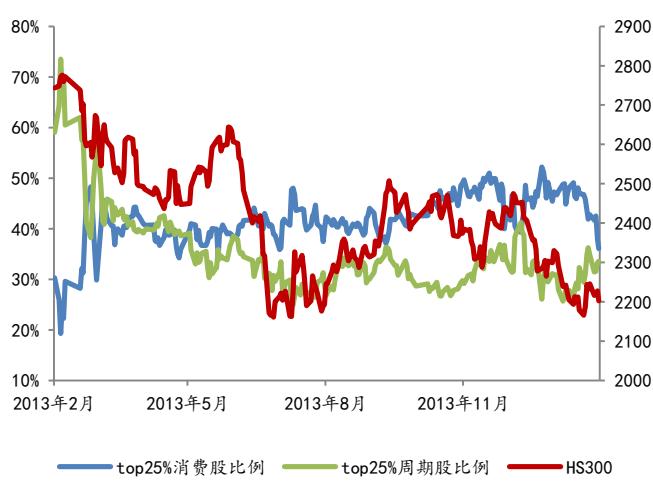


图 13：top25%投顾股票风格配置走势

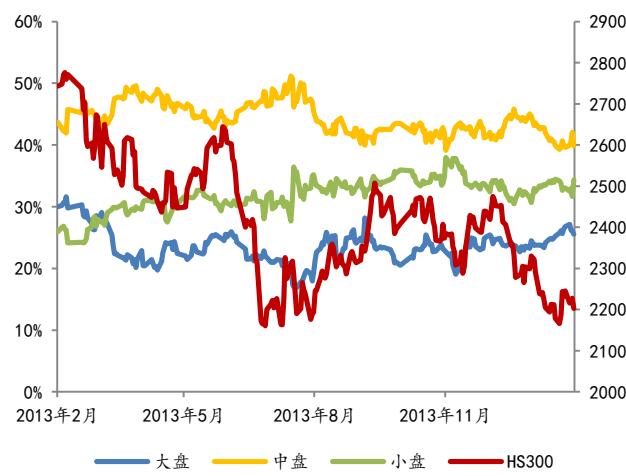


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

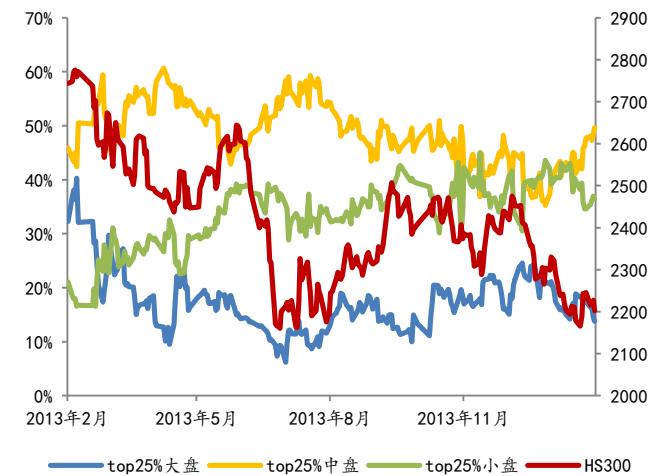


图 15：投顾十大重仓行业

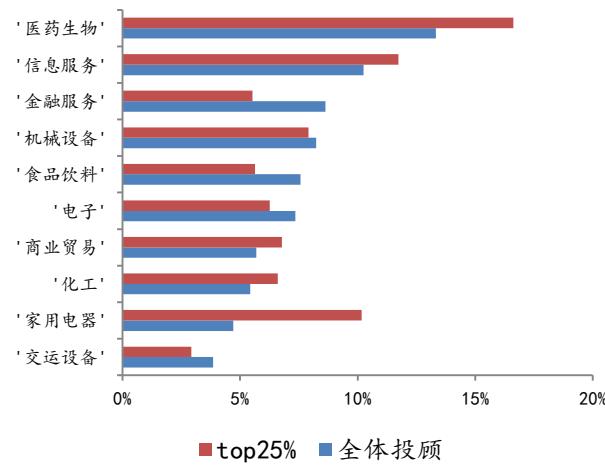
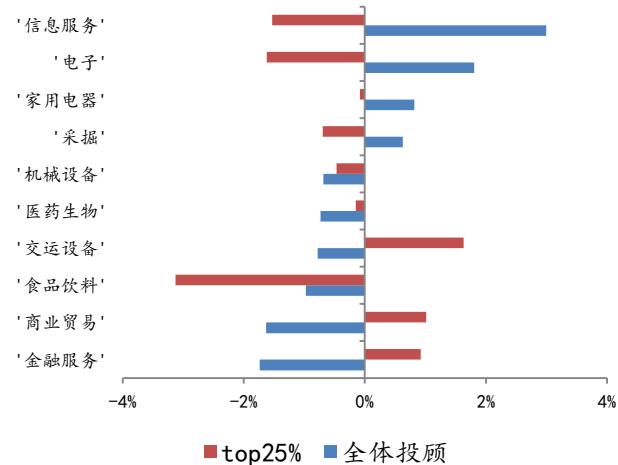


图 16：投顾十大仓位变动行业





二、大盘预判

总体结论：2014年2月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为-0.7分（每层面因素的赋分区间为[-3, 3]，权重为0.25），较2014年1月份的-0.325分下降幅度较大。在四个层面中，宏观经济差于上月份，大盘和小盘股估值较上月下降，估值占优，市场对政策预期偏空，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 回落、PPI 转正尚需时日 2) 对经济走势的确认需要等到2月份数据公布	-1.00
估值盈利	1) 上月大盘和小盘股估值均下降，中盘股估值持平 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) 空方观点认为 IPO 发审会重启箭在弦上	-1.00
市场情绪	1) 长短期国债利差，处于近10个月偏高位置 2) 公募基金估算仓位、周均新增A股开户数，创近10个月新低	-1.3

1、宏观经济

2014年1月份，M2增速将明显回落。2月份公布的数据包括物价、外贸和金融指标，1月份工业增加值、投资和消费，这些代表经济增长类的数据均不公布，对经济走势的确认至少需要等到2月份数据公布后。非食品价格涨幅与去年持平，食用油和猪肉价格环比回落，食品价格环比涨幅低于往年春节所在月份的平均涨幅，1月份CPI明显低于此前预期，能源、矿产品、橡胶和有色金属等价格环比回落，带动生产资料价格指数环比回落，PPI转正尚需时日；去年虚假贸易导致基数偏高，春节错位对外贸数据略有影响，出口和进口同比增速分别放缓；信贷方面，信贷投放量受春节因素影响并不明显，预计1月份信贷投放少于去年同期。

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		海通证券	
			1月	变化	1月	变化	1月	变化
社会消费品零售总额	--	13.6	--	--	--	--	--	--
城镇固定资产投资	--	19.6	--	--	--	--	--	--



华润信托

2014 年 2 月

出口额同比增长率	25	4.3	-0.3	-4.60	1.5	-2.80	3.8	-0.50
进口额同比增长率	28.8	8.3	-2.2	-10.50	6	-2.30	5.9	-2.40
外贸顺差	291.5	256.4	320	63.60	214	-42.40	269	12.60
工业增加值	--	9.7	--	--	--	--	--	--
CPI	2	2.5	2.7	0.20	2.1	-0.40	2.3	-0.20
PPI	-1.6	-1.4	-1.1	0.30	-1.8	-0.40	-1.8	-0.40
银行新增贷款(十亿)	1070	482.5	1050	567.50	--	--	1100	617.50
贷款余额同比增长率	16	13.8	14	0.20	13.6	-0.20	--	--
M2 同比增长率	15.9	13.6	12.6	-1.00	13.1	--	13	-0.60

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

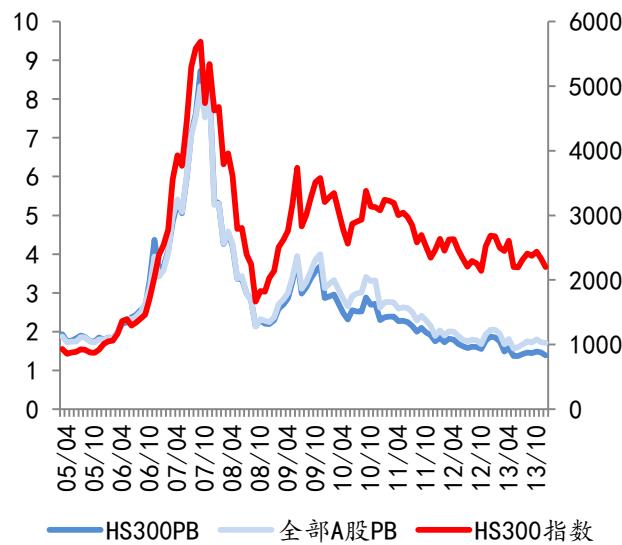


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

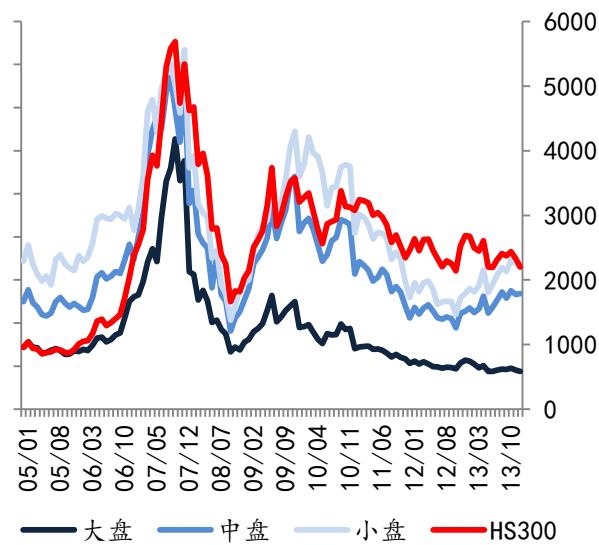
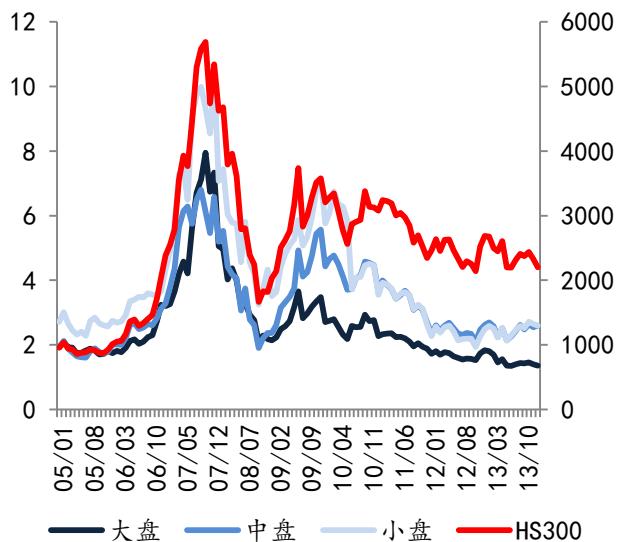




图 19：风格 PB 与沪深 300 指数走势



1) 从估值来看，2013 年 1 月份大盘震荡下行，沪深 300 指数下跌 5.48%，全市场估值下移 1.16%，大盘蓝筹股估值下移 3.09%，中盘股估值上升了 0.86%，而小盘股估值下降了 2.16%，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 1.71 和 1.39，较 2013 年 12 月份的 1.73 和 1.46 分别下降了 1.16% 和 4.79%。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 8.79、26.87 和 33.08，相对于 2013 年 12 月份的 9.07、26.64 和 33.81，大盘股和小盘股估值分别下降了 3.09% 和 2.16%，中盘股估值略微上升了 0.86%；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 1.36、2.6 和 2.6，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

空方认为 IPO 空窗期过后，已经过会的企业陆续拿到批文，IPO 发审会也会重启，股票供给的增加将对市场整体和创业板形成冲击。

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 开闸	安信证券	IPO 发审会重启箭在弦上	1) 已经过会的企业中，有 28 家尚未



在即

发行，补充年报后，不存在影响 IPO
进程的实质性障碍；
2) 在此之后，IPO 发审会将重启。

多方观点 多方

多方政策预期

多方逻辑

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-1.8 分小幅上升，提示市场情绪小幅好转。

- 1) 公募基金仓位估算为 76%，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 0.6%，处近 10 个月偏高位置，得 2.1 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 7.4 万户，创近 10 个月新低，得-3.0 分。

图 20：市场情绪综合得分与沪深 300 走势

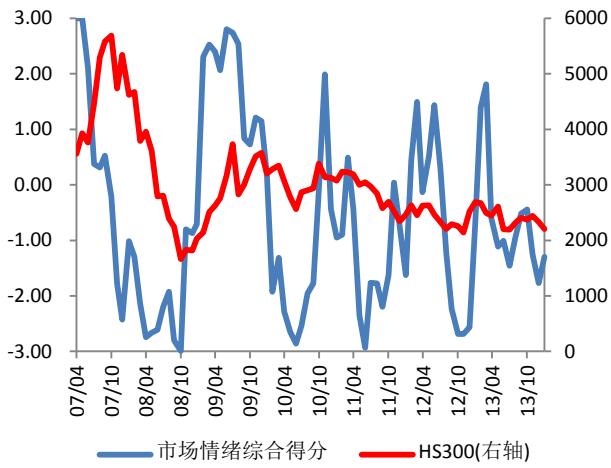


图 21：估算基金仓位与沪深 300 走势

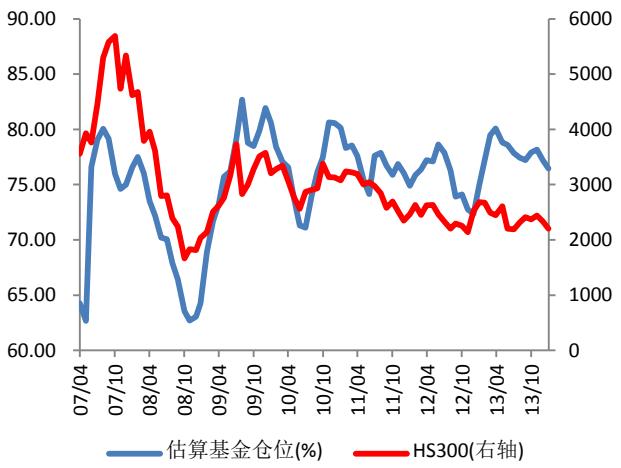




图 22：长短期国债利差与沪深 300 走势

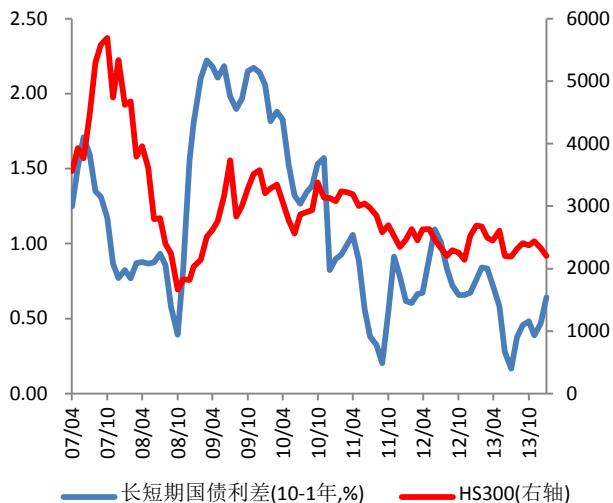
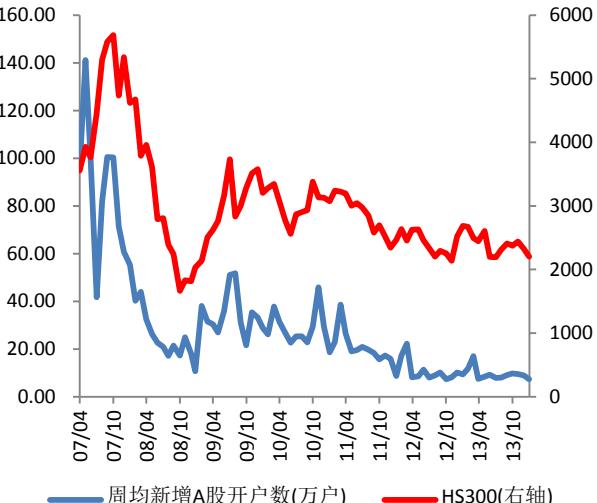


图 23：周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

1 月市场指数继续回调，一部分机构认为春节期间海外因素对 A 股投资者情绪负面影响消化较快，IPO 技术上暂停，国内流动性节后环比改善，认为“红二月”的概率较大；另一部分机构认为一季度无系统性风险，属于有亮点无全局性机会阶段，市场延续结构性行情。

表 5：接力“红二月”

机构	看多行业	看多逻辑
中信证券	信息安全、国防军工、安防、环保	<p>改革预期升温，接力“红二月”。一方面，节内累积的海外因素对 A 股投资者情绪负面影响消化较快，市场潜在利空因素短期逐步淡化，“红二月”障碍逐渐消除；另一方面，改革预期升温，国内流动性节后环比改善，IPO 技术上暂停，以及技术上反弹需要，这些支持“红二月”的主逻辑得以强化。</p> <p>以消费为底仓，积极布局主题热点、高弹性、低估值标的。综合近期的舆情与市场风格，推荐主题热点，包括在二月策略报告中提到的国家安全(信息安全、国防军工、安防)、环保等政府投资将边际增加的领域。同时，可以关注社保卡、新能源汽车及电池、国企改革等概念板块的事件驱动机会。除此之外，大盘触底反弹，也将提升低估值、高弹性且有业绩支撑的行业的超额收益，比如汽车、非银金融、装饰园林、地产、白电等。</p>

表 6：延续结构性行情



机构	看多行业	看多逻辑
长江证券	医药、消费品、环保、信息	<p>未来广义流动性可能转松，一季度无系统性风险，但仍然是崛起代价的初始阶段，属于有亮点无全局性机会阶段。海外冲击的风险值得关注。</p> <p>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；一季度广义流动性相对宽裕，成长股的乐观情绪仍在，值得关注；与改革相关的主题性投资机会也是值得关注的。</p> <p>总体来说，目前的配置组合为：稳定增长类（医药+消费品+环保+信息）45%+景气度加速（LED+光伏+军工）10%+政策类（高铁+国企+城镇化）10%+低估值及个股（15%）组合。</p>

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：线性回归均线交易策略；知情交易选股策略；估值类因子动态选股策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
线性回归曲线在 A 股市场运用：敏感的趋势跟随指标	莫尼塔	<p>策略逻辑：线性回归曲线可以更敏感的跟踪市场价格变化。使用线性回归均线策略，基于 5 分钟 K 线日内多空交易，在日内快慢均线第一次交叉建仓，以交易日收盘价平仓。不使用杠杆，交易成本 1.5‰。</p> <p>策略表现：自 2010 年以来，对于沪深 300 指数，累计收益 91.8%，最大回撤 10.8%，夏普比率 2.74。</p>
从微观数据中寻找 Alpha 的新来源	国泰君安证券	<p>策略逻辑：市场微观结构理论将交易者分成知情交易者和非知情交易者。知情交易者利用私人信息进行交易而获得利润；非知情交易者基于流动性需求进行交易。运用 ELO(2010) 基于量钟的知情交易概率模型，选取沪深 300 指数历史成分股为股票池，利用 12 个月滚动平均知情交易概率为下月选股的 Alpha 因子构建组合。</p> <p>策略表现：自 2009 至 2013，累计收益 142.01%，最大回撤 11.73%，夏普比率 2.04。</p>
估值类因子动态选股模型初探	招商证券	<p>策略逻辑：将基本估值因子组合合成综合估值因子，且划分为内在价值市价比、市盈率综合因子，并融入动态选股机制，构建行业中性 L/S 策略。动态模型对当前时期股票收益率进行预测后，重新选择样本区间，重复模型拟合过程，估计出相应因子权重，并计算出下一期收益率预测值。</p>



策略表现：自 2006 至 2012（样本内），月均收益为 1.74%，胜率约为 60%，年化信息比率约为 2。2013（样本外），月均收益为 2% 以上，胜率为 90%，年化信息比率为 6 以上。

2、学术研究

本期重点关注：股票极端收益的影响因素；股票价格限制的好处；宏观经济公告对利率期货的影响。

表 8：学术研究动态

论文名称：Predicting Extreme Returns And Portfolio Management Implications

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

论文考察个股的何种特征可用来预测后续极端的价格移动。论文发现期权隐含波动率是重要指标。其他因子，尤其是公司年龄与规模，对极端收益存在预测能力。而且，去掉预测的极端收益股票，可导致投资组合具有较低风险（收益的标准差）与较低 Beta，同时没有牺牲组合性能表现。

论文名称：Reconsidering Price Limit Effectiveness

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

论文通过比较中国市场有价格限制时期与无限制时期，研究价格限制的效果。论文提出价格限制的好处。价格限制能够有助于价格发现，稳定短期波动率，缓和异常交易行为。对于表现很差的股票，更严格的价格限制也可以稳定波动率。论文并没有发现吸引效应的证据，这种效应提出价格会趋向价格极限。最后，论文发现价格限制有助于崩盘之后的市场恢复。

论文名称：Impact Of Macroeconomic Announcements On Interest Rate Futures:

High-Frequency Evidence From Australia

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

论文考察在主要的定期宏观经济公告发布前后，澳大利亚利率期货表现。对于新信息的调整迅速发生，主要反应在 30 秒内完成。紧挨着公告之前的阶段，波动率高，成交量水平低，买卖价差宽。公告之后的 30 秒，价格波动率突然增加，收益显著正相关，交易活动水平高，收益大幅调整。在到期日较短的合约中，在 2007-2008 金融危机期间，反应较为强烈。

**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。