

投研参考 (2014 年 3 月刊)

摘要:

一、投顾表现

2 月份投顾月平均收益率为-0.22%，同期沪深 300 指数收益率为-1.07%；本月 53%的产品取得正收益。

1、2 月末全体投顾平均股票仓位为 52%，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 52%，较上月末下降 18%。

2、从风格看，2 月末全体投顾周期股配置比例高于消费股 5%，top25%的投顾周期股配置比例高于消费股 5%。从市值来看，全体投顾配置比例最高的是中盘股为 43%，较上月末上升 3%；top25%的投顾配置比例最高的也是中盘股为 48%，较上月末下降 2%。

3、2 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食品饮料，平均仓位降低较大的行业是电子。

二、大盘预判

总体结论：2014 年 3 月份，大盘得分为 0 分，较 2014 年 2 月份的-0.7 分上升幅度较大。在四个层面中，宏观经济差于上月份，小盘股估值较上月上升，大盘和中盘股估值占优，市场对政策预期偏多，市场情绪大幅度变好。

1、宏观经济：CPI 回落、PPI 环比下降，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大。

2、估值盈利：上月小盘股估值上升，大盘和中盘股估值持平，大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压。

3、政策预期：政策可能进一步宽松，将保持相对宽松货币政策，加大基础设施投资。

4、市场情绪：大幅好转。

三、策略关注

1、丢掉幻想、继续防御：大部分机构较为悲观，认为当前应以防御为主。

2、中期乐观、关注政策：对市场中期乐观，当经济增速面临一定风险，需要关注政策及改革的动向。

四、研究动态

1、券商研究关注：产业资本选股策略；业绩超一致预期事件驱动策略；一致预期上调事件驱动策略。

2、学术研究关注：监管影响内幕交易；雇员政策影响收购表现；摩天大楼预测股票回报。

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.....	9
表 4: 宏观经济政策预判.....	11
表 5: 丢掉幻想、继续防御.....	12
表 6: 中期乐观、关注政策.....	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: 2 月份投顾收益率分布	4
图 2: 今年以来累计收益率分布	4
图 3: 2 月份投顾风格表现	5
图 4: 今年以来投顾风格表现	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	8
图 16: 投顾十大仓位变动行业	8
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	12
图 21: 估算基金仓位与沪深 300 走势	12
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) 2 月份投顾的平均收益率为-0.22%，53%的产品取得了正收益；今年以来投顾的平均累计收益率为 2.07%，有 58%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) 2 月份交易型和稳健风格的投顾表现较好；今年以来交易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 1：2 月份投顾收益率分布

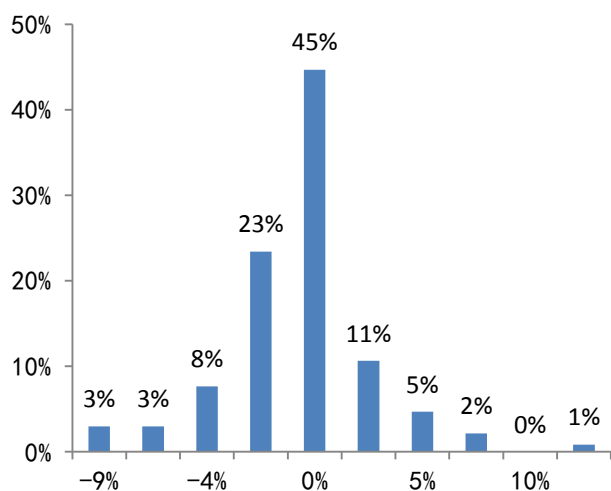


图 2：今年以来累计收益率分布

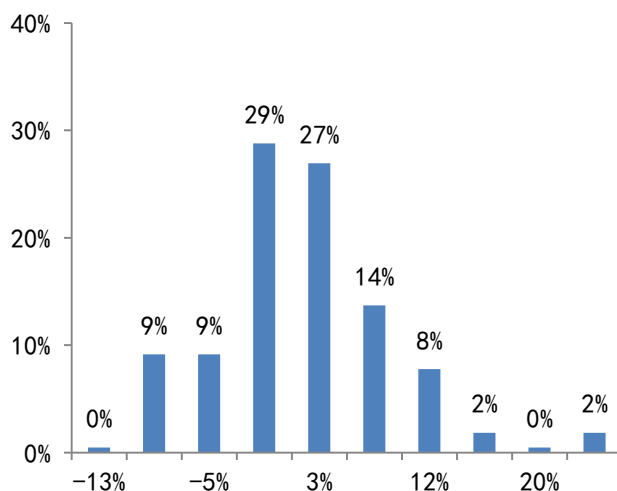


图 3：2 月份投顾风格表现

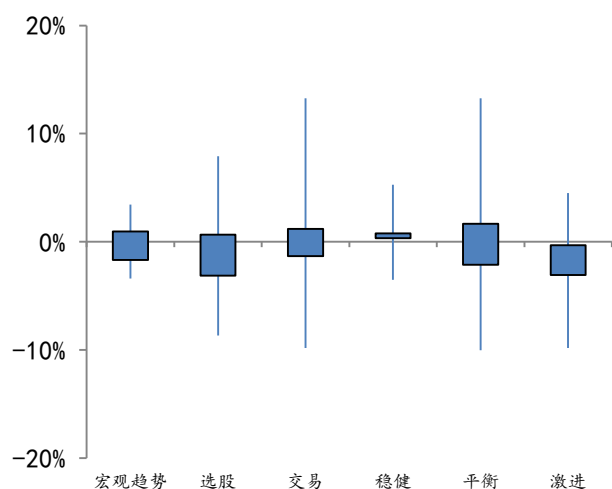
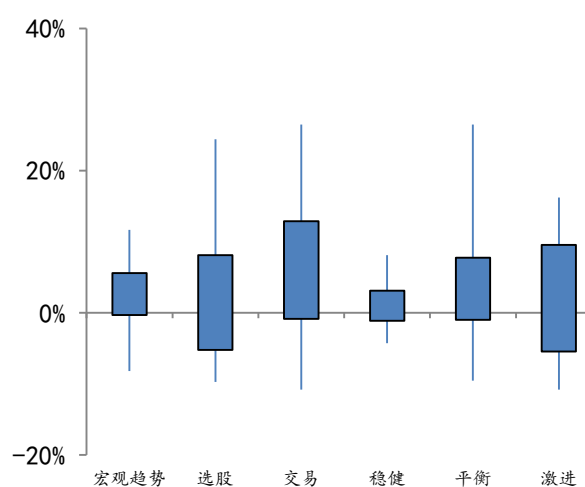


图 4：今年以来投顾风格表现



注：K 线图分别对应最低收益率、排名后 25% 收益率、排名前 25% 的收益率、最高收益率

2、配置分析

1) 2 月末全体投顾平均股票仓位比例为 52%，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 52%，较上月末下降 18%。选股型投顾股票仓位比例最高（79%），较上月末下降 5%；交易型投顾股票仓位比例为 63%，较上月末下降 5%；宏观趋势型投顾股票仓位比例最低（48%），较上月末下降 6%。

2) 从股票风格看，2 月末全体投顾对消费股平均配置比例为 36%，与上月末持平；对周期股平均配置比例为 41%，较上月末上升 3%。2 月末 top25% 的投顾对消费股平均配置比例为 34%，较上月末下降 2%；对周期股平均配置比例为 39%，较上月末上升 5%。

3) 从市值分布看，2 月末全体投顾对中盘股平均配置比例最高（43%），较上月末上升 3%；大盘股平均配置比例最低（25%），较上月末下降 1%；小盘股平均配置比例为 31%，较上月末下降 3%。top25% 投顾对中盘股的平均配置比例最高（48%），较上月末下降 2%；大盘股平均配置比例最低（16%），较上月末上升 2%；小盘股的平均配置比例为 36%，较上月末下降 1%。

4) 从行业配置看，2 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家用电器。全体投顾平均仓位增加较大行业是化工（上升 1.86%），平均仓位降低较大的行业是电子（下降 2.49%）。top25% 的投顾平均仓位增加较大的行业是食品饮料（上升 3.90%），平均仓位降低较大的行业是电子（下降 3.64%）。

图 5：投顾平均仓位变动

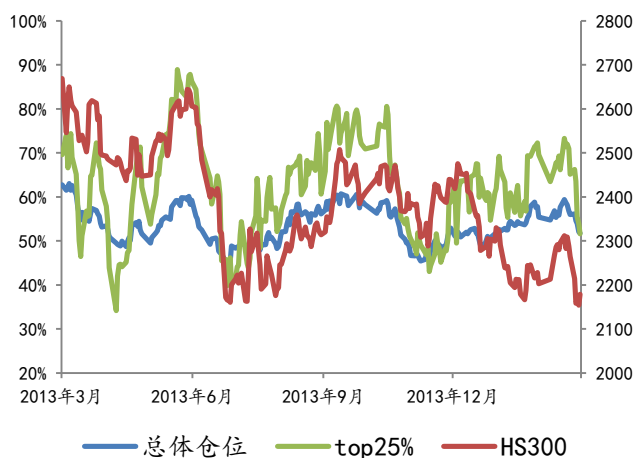


图 6：投顾最新配置比例

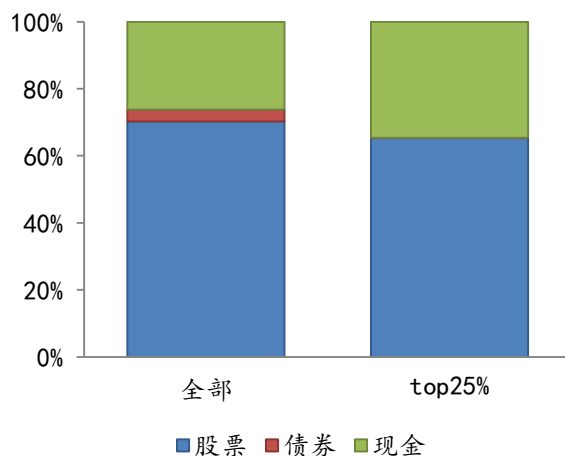


图 7：投资理念平均仓位变动

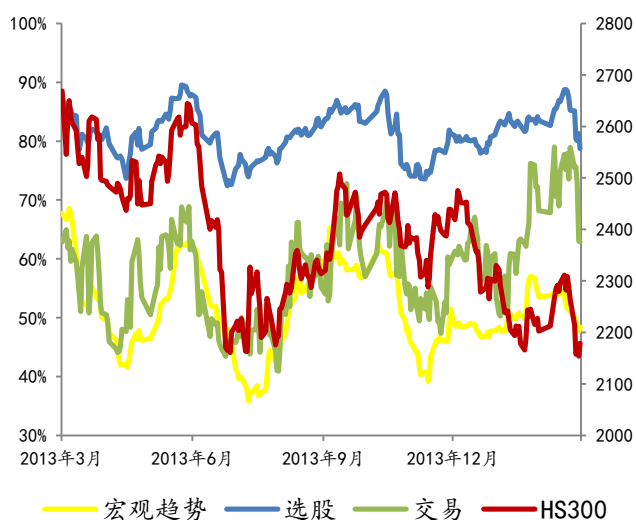


图 8：投资理念最新配置比例

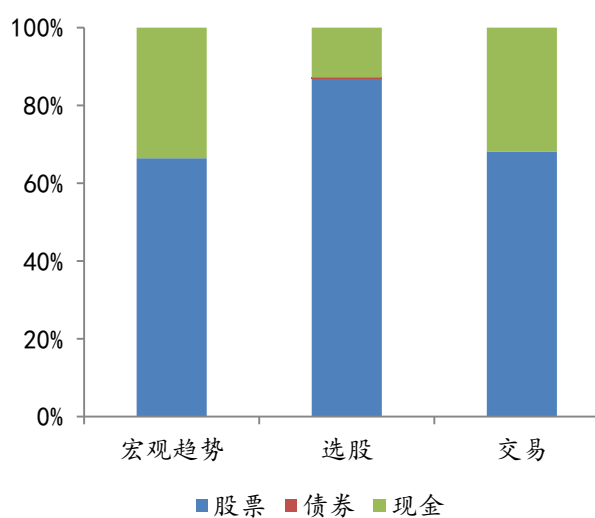


图 9：交易风格平均仓位变动

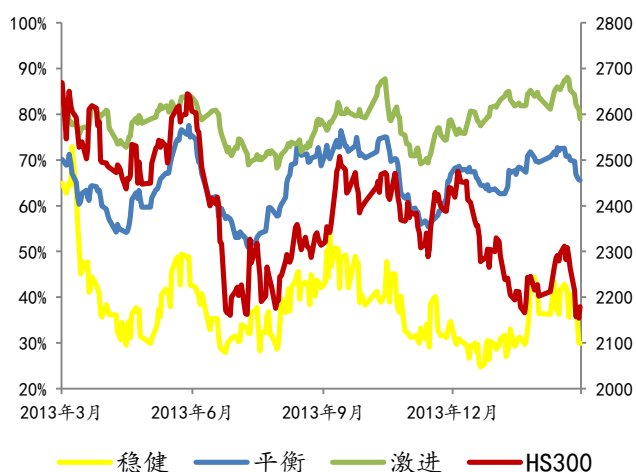


图 10：交易风格最新配置比例

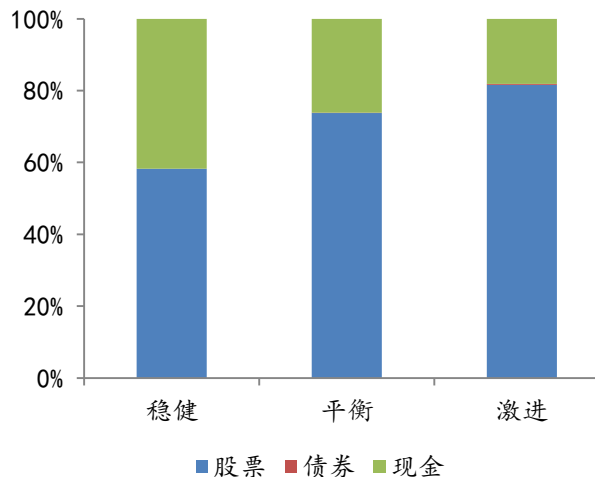


图 11：投顾股票风格配置走势

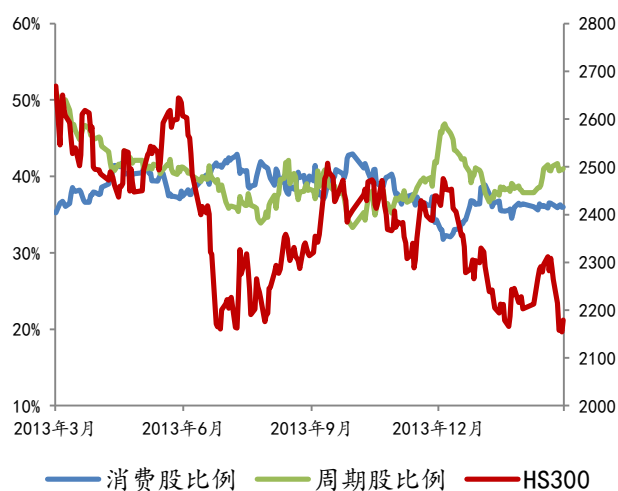


图 12：投顾股票风格配置走势

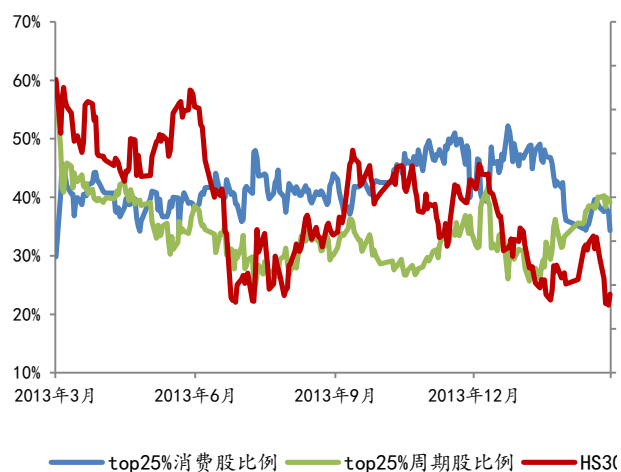


图 13：top25%投顾股票风格配置走势

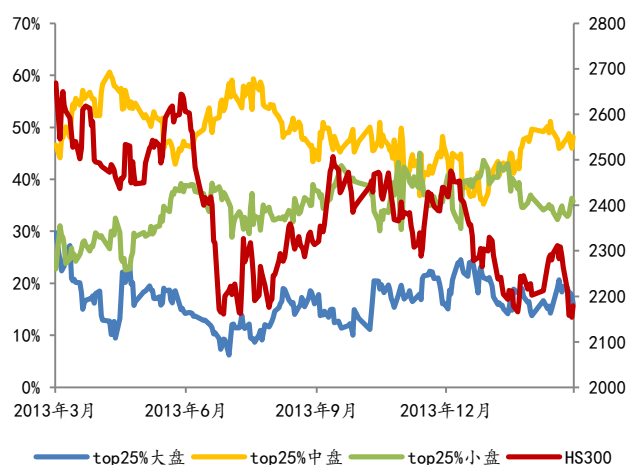


图 14：top25%投顾股票风格配置走势

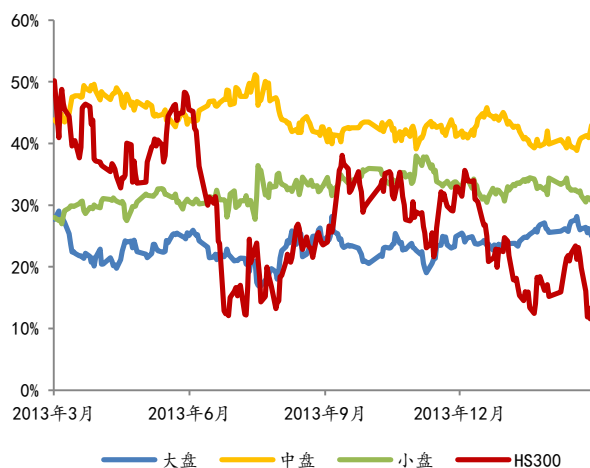


图 15：投顾十大重仓行业

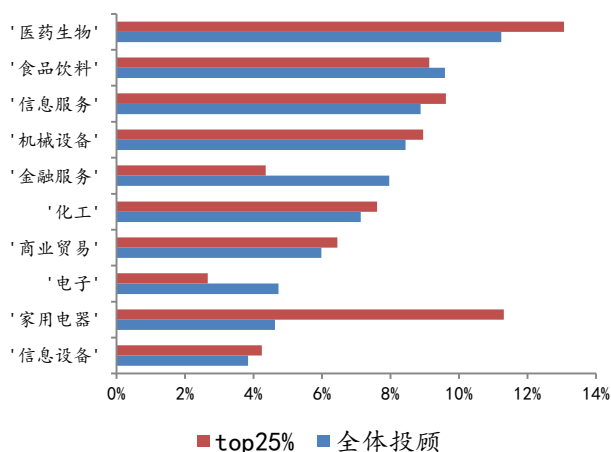
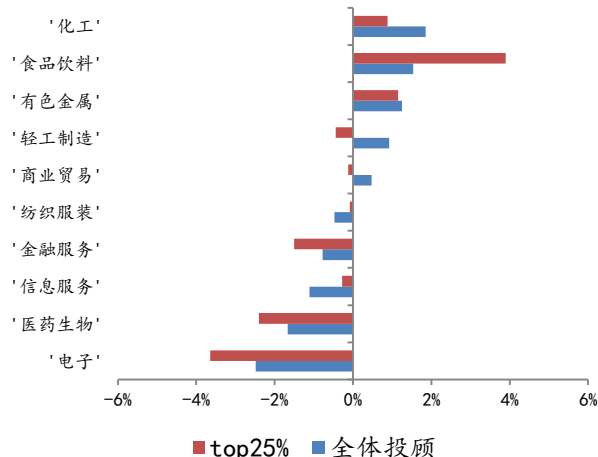


图 16：投顾十大仓位变动行业



二、大盘预判

总体结论：2014 年 3 月份，考虑各个层面因素对大盘的影响，综合得分为 0 分（每层面因素的赋分区间为 $[-3, 3]$ ，权重为 0.25），较 2014 年 2 月份的-0.7 分上升幅度较大。在四个层面中，宏观经济差于上月份，小盘股估值较上月上升，大盘和中盘估值占优，市场对政策预期偏多，市场情绪大幅度变好。

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 回落、PPI 环比下降 2) 三大需求均超预期回落，经济下行压力加大	-2.00
估值盈利 1) 上月小盘股估值上升，大盘和中盘股估值持平 2) 大盘股 PB 低于历史最低值，估值受到严重打压	+0.00
政策预期 1) 政策可能的进一步宽松，保持相对宽松货币政策，加大基础设施投资	+0.00
市场情绪 1) 长短期国债利差、周均新增 A 股开户数，创近 10 个月新高 2) 公募基金估算仓位，处于近 10 个月中等位置	+2.00

1、宏观经济

2014 年 2 月份，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大。传统行业带动工业增加值增速大幅度回落，工业结构分化明显；中央项目和地方项目投资增速均出现回落，对地方政府融资行为的规范，一定程度上约束了地方政府的投资冲动，制造业、基础设施和房地产投资增速

也出现全面回落；房地产销售回落带动房地产相关产品销售回落，汽车销售回落，反腐继续等带动消费品销售增速回落；美国经济超预期，联储开始削减 QE，新兴市场受到冲击，欧洲经济依然在缓慢复苏轨道上，预计出口增速弱反弹；货币利率中枢下降，套息资金减少，预计外汇占款下降，M2 增速与上月持平；春节以后，蔬菜、猪肉价格持续回落，预计 CPI 下降，2 月 PMI 购进价格回落，预计 PPI 环比下降。

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	
			2 月	变化	2 月	变化	2 月	变化
社会消费品零售总额	12.3	--	13.5	--	11.8	--	12.5	--
城镇固定资产投资	21.2	--	19.6	--	19.2	--	17	--
出口额同比增长率	21.8	10.6	9.8	-0.80	-3	-13.60	13.6	3.00
进口额同比增长率	-15.2	10	21.4	11.40	2	-8.00	26.3	16.30
外贸顺差	152.5	318.6	25.4	-293.20	82	-236.60	15	-303.60
工业增加值	9.9	--	9.7	--	9.4	--	9.3	--
CPI	3.2	2.5	1.7	-0.80	2	-0.50	2	-0.50
PPI	-1.6	-1.6	-1.4	0.20	-1.9	-0.30	-2	-0.40
银行新增贷款（十亿）	620	1320	722	-598.00	--	--	700	-620.00
贷款余额同比增长率	16.1	14	14	0.00	--	--	--	--
M2 同比增长率	15.2	13.2	13.2	0.00	--	--	13.2	0.00

2、估值盈利

图 17：沪深 300 指数 PB 走势图

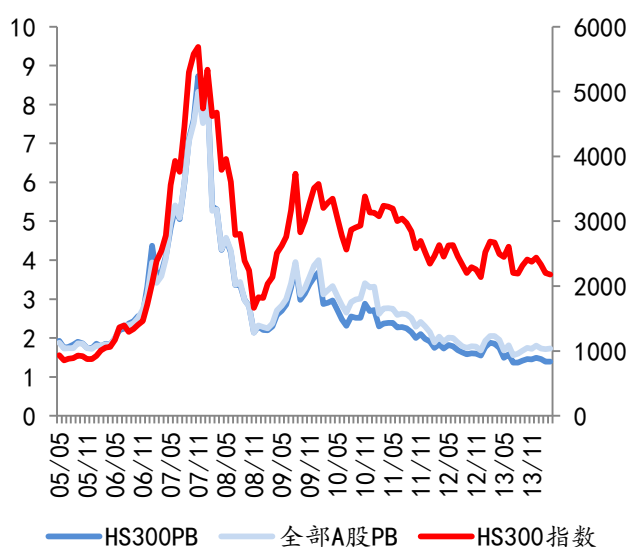


图 18：风格 PE 与沪深 300 指数走势

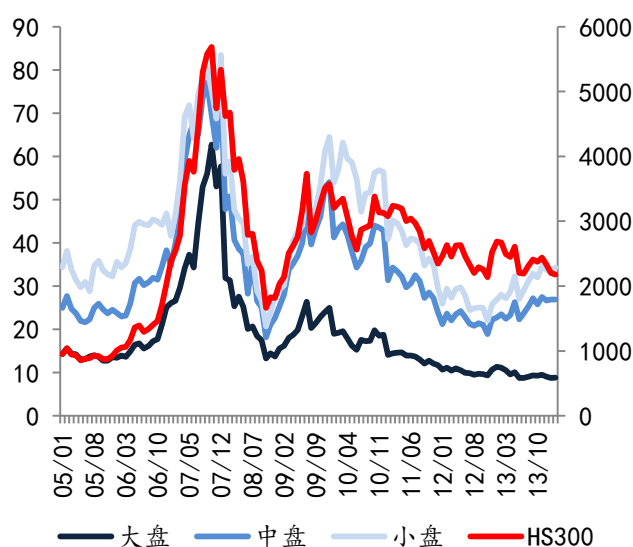
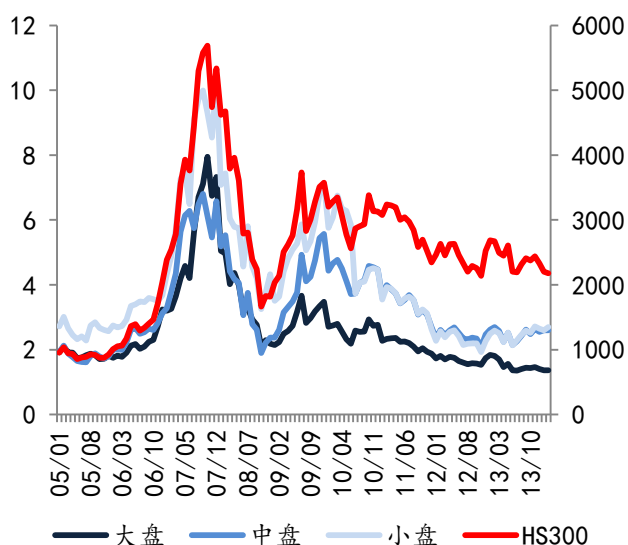


图 19：风格 PB 与沪深 300 指数走势


1) 从估值来看，2013 年 2 月份大盘震荡下行，沪深 300 指数下跌 1.07%，全市场估值上移 1.17%，大盘蓝筹股估值上移 0.11%，中盘股估值上升了 0.86%，而小盘股估值上升了 3.6%，小盘股估值上移幅度最大，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 1.39，较 2014 年 1 月份的 1.71 和 1.39 分别上升了 1.17%和 0.00%。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，大盘蓝筹股估值具有相对优势。

2) 从估值结构看，大盘、中盘和小盘股当前 PE 分别为 8.8、26.89 和 34.27，相对于 2014 年 1 月份的 8.79、26.87 和 33.08，大盘股、中盘股和小盘股估值分别上升了 0.11%、0.07% 和 3.60%；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 2.7，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，大盘蓝筹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，纵观 1-2 月数据，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大，经济增长底线面临考验；一旦春节因素消除后，越来越多的证据表明，三月经济数据将继续疲弱，国际将启动保增长政策，通过保持相对宽松的货币条件，加大基础设施投资来稳定经济增长。

1-2 月份实体经济增速大幅度低于市场预期，工业增加值环比增速放缓至全球金融危机后的低点，政府随后可能出现政策的进一步放松。

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
政策托底 压力急升	申银万国	保持相对宽松货币政策，加大基础设施投资	1、纵观 1-2 月数据，三大需求均超预期回落，经济下行压力加大，经济增长底线面临考验； 2、如果三月经济数据继续疲弱，国际将启动保增长政策
政策出现 宽松	高盛高华	可能会出现政策的进一步宽松	1、1-2 月份实体经济增速大幅度低于市场预期，工业增加值环比增速放缓至全球金融危机后的低点

4、市场情绪

市场情绪综合得分为 2.0 分（分值区域从-3 分至+3 分），较上月底所得-1.3 分大幅上升，提示市场情绪大幅好转。

- 1) 公募基金仓位估算为 78%，处于近 10 个月中等位置，得-0.2 分。
- 2) 银行间固定利率国债期限利差（10-1 年）为 1.1%，创近 10 个月新高，得 3.0 分。
- 3) 周均新增 A 股开户数为 12.7 万户，创近 10 个月新高，得 3.0 分。

图 20: 市场情绪综合得分与沪深 300 走势

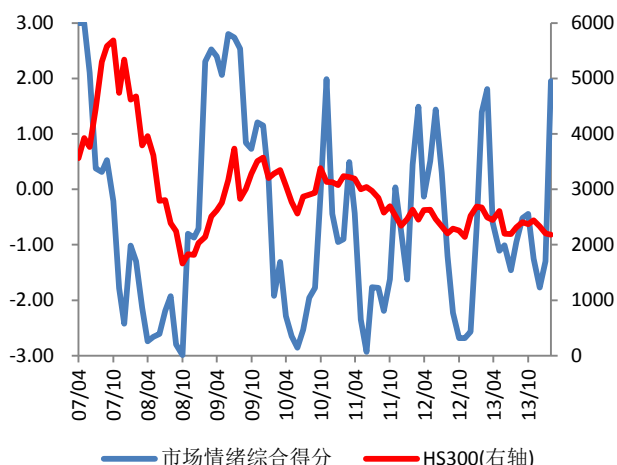


图 21: 估算基金仓位与沪深 300 走势

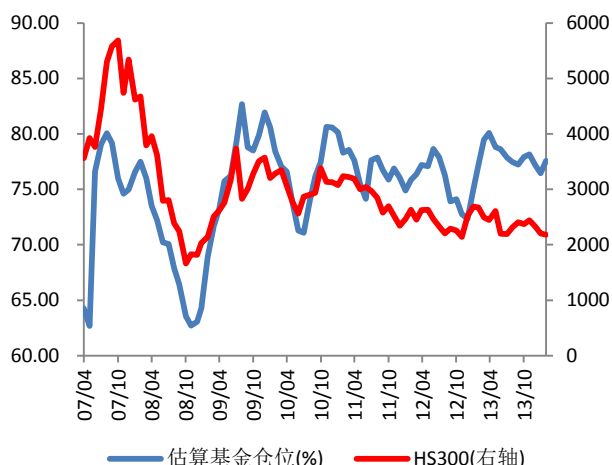


图 22: 长短期国债利差与沪深 300 走势

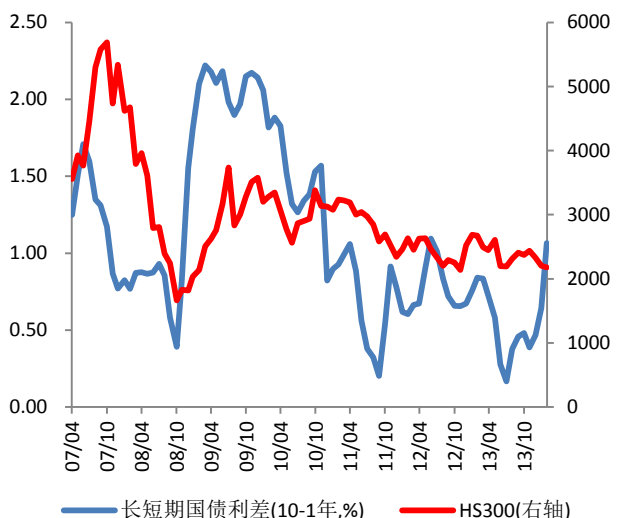
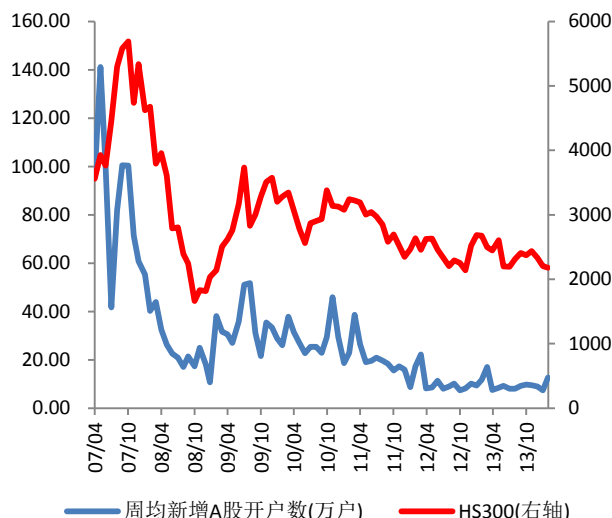


图 23: 周均新增 A 股开户数与沪深 300 走势



三、策略关注

2 月下旬市场指数加速下跌，在部分商品期货价格大幅下挫、宏观数据低于预期、马航事件以及对信用风险升级的担忧等因素影响下，大部分机构较为悲观，认为当前应以防御为主。也有个别结构相对中期乐观，建议投资进一步关注政策及改革动向。

表 5: 丢掉幻想、继续防御

机构	看多行业	看多逻辑
安信证券	白酒、汽车、 家电、新能源汽车	坚持认为市场将延续东南方向，降低仓位是操作上的首要任务。自上而下的配置转入“填仓位”式的被动防御，方向上以白酒、汽车、家电等低估值品种为主，同时降低对

绝对收益的预期。主题投资可以关注国企改革和广东自贸区，行业研究员非常看好新能源汽车产业链和车联网的发展。

海通证券	医疗服务、高端装备、信息安全、新能源汽车	3 月信用到期高峰考验是否顺利通过已见分晓，两会结束及入春后宏观经济和政策基调更清晰。微观面，创业板一季报预告 4 月初基本结束，业绩风险释放。中期而言，人口周期、科技渗透、节能环保是不会改变的趋势，看好医疗服务、高端装备、信息安全、新能源汽车，主题方面看好丝绸之路。
------	----------------------	--

表 6：中期乐观、关注政策

机构	看多行业	看多逻辑
中金公司	消费股、房地产、国企改革、“京津冀协同发展”	<p>对市场中期乐观的逻辑未变。改革方面，习主席强调“一年之计在于春”，关注两会后包括经济、社会及体制等多方面可能的改革。优先股、新股等资本市场改革、国企改革等是市场近期值得关注的方面。政策方面，当经济增速面临一定风险，需要关注政策及改革的动向，包括货币政策（边际上是否有继续松动的迹象）和财政政策（数量及支出方向），还有部分产业政策（房地产、信息消费、新能源及节能环保、城市基础设施等）。</p> <p>主题建议：1）继续买入被市场抛弃的龙头消费股；2）政策预期渐起，看好地产行业的相对表现；3）主题方面，继续建议关注国企改革、锂电池\新能源汽车产业链等主题。4）“京津冀协同发展”的相关个股。</p>

四、研究动态

1、券商研究

本期重点关注三种策略：产业资本选股策略；业绩超一致预期事件驱动策略；一致预期上调事件驱动策略。

表 7：券商研究动态

报告	来源	主要观点
基于增减持的中短期策略：产业资本量化选股	方正证券	<p>策略逻辑：产业资本在二级市场对于个股的增减持行为从两方面影响股价：重要股东增持额较高，进行增减持对股价产生直接影响；重要股东的增减持行为反映其对于当前股价的看法，对市场其他投资者形成示范效应，甚至可以改变市场预期。选择三大系列指标选股：监高人员增持；大宗交易市场成交情况；市场一致预期。</p> <p>策略表现：自 2012 至 2013 年，相对沪深 300 年平均涨幅，董监高组合为 27.02%，大宗交易组合为 33.32%。</p>

业绩超一致预期 兴业证券

策略逻辑：上一会计年度的年报一般在当年 1 至 4 月份披露，其中以 3、4 月份最为集中；当年中报则主要在 7、8 月份披露，其中以 8 月份最为集中；4 月和 10 月份则分别是当年一季报和三季度报的主要披露时期。由业绩超一致预期值作为选股指标。

策略表现：在 2013 年（样本外跟踪），超预期值最大的 p5 组合累计收益率和超额收益率分别达 45.8% 和 49%；且该组合不存在严重的行业选择偏向。

分析师一致预期 兴业证券
上调

策略逻辑：在每年的 3、4、7、8 和 10 等月份，分析师发布的研报数量明显较高，且多数分析师倾向于在年报披露前两年至半年这段时间内发布研究报告对公司经营业绩作出预测。由分析师一致预期上调比例作为选股指标。

策略表现：在 2013 年（样本外跟踪），一致预期上调幅度最大的 p5 组合累计收益率和超额收益率分别达 31.1% 和 38.7%；且该组合不存在严重的行业选择偏向。

2、学术研究

本期重点关注：监管影响内幕交易；雇员政策影响收购表现；摩天大楼预测股票回报。

表 8：学术研究动态

论文名称：Impact Of The Galleon Case On Informed Trading Before Merger Announcements

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

2009 年 10 月 16 日，美国政府以内幕交易起诉帆船（Galleon）对冲基金创始人与其他五人，一位主要检察官称案件对华尔街与每位对冲基金经理是一个警醒。论文发现自帆船案件开始之后的 26 个月间，兼并目标股价平均异常上涨（内幕交易的测度）从 5.12% 跌至 2.84%。这表明帆船案件对交易者传递了清晰的信号，交易者也正在接受。

论文名称：Employee-Friendly Acquirers And Acquisition Performance

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

论文考察收购公司的雇员友好实践与收购表现之间的联系。收购者对雇员友好与收购表现之间存在正相关性。收购者对雇员友好，也与收购完成概率与完成速度正相关。雇员友好政策对于收购表现的效果，在人力资本敏感的公司更强。论文结果表明人力资本与雇员相关政策对于一项收购的长期成功的重要性。

论文名称：Tower Building And Stock Market Returns

来源：Journal Of Financial Research (2013)

主要观点：

摩天大楼的开始建造预测随后的美国股票回报。此种预测能力超过其他指标，例如历史均值，基于分红比率的预测，最近引入的组合预测。此种模式的一个解释是摩天大楼是过度乐观的指示；或者，摩天大楼有助于确认低风险补偿时期。论文提出与两种解释都一致的间接证据。

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。