

2014-4-1 星期二

金融工程 (定期报告)

配置建议: 减持

## 量化配置月报

# 风格切换速度快, 谨慎操作防风险

分析师: 武丹

☎ (8621) 68751259

✉ Wudan2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513090003

联系人: 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

### 宏观环境

从汇丰 PMI 来看, 比上个月有所降低, 中采 PMI 基本与上月持平, 略高 0.1%, 说明经济下滑的状态仍旧在继续, 从中采 PMI 分项来看, 购进价格连续下降四个月, 3 月单月下降了 3 个百分点, 这个与 PPI 逐月的负值相吻合, 生产、新订单、采购量、原材料库存小幅上升, 供应商配送时间、从业人员持平, 各个分项基本上都体现了当前经济状况下滑的状态。

流动性方面, 3 月份的利率期限结构比上月陡峭, 短期限的利率有所降低, 半年期的国债到期收益率由 3.17% 下降至 2.82%, 长期限的利率有所升高, 3 年期国债到期收益率由 3.74% 上升到了 3.83%, 陡峭的利率期限结构对成长股是不利的。

### 风格与因子

2014 年 3 月的风格差异略缩小。过去一段时间沪深 300、中证 550、中小板指、创业板指四个指数的分化程度正在缩小, 以沪深 300 为代表的价值股与以创业板为代表的成长股分化在缩小, 同时, 以创业板为代表的成长股回调较大。

3 月份市场风格逆转了前期成长因子一直占优的状况, 成长因子表现平平, 价值因子表现突出,

### 业绩与估值

截止 2014 年 4 月 1 日, 沪深 300 指数预期 PE8 倍, 预期增速 12%, 中证 500 指数预期 PE23 倍, 预期增速 38%, 中小板指预期 PE25 倍, 预期增速 33%, 创业板指预期 PE49 倍, 预期增速 48 倍。沪深 300 指数的动态市盈率 7.96 倍, 创业板的动态市盈率 55 倍。

### 投资建议

择时方面, 通过一些描述宏观经济的变量, 对沪深 300 指数的预期悲观, 看空 4 月份的大盘。

## 目录

一、	宏观环境 .....	3
1.	宏观经济维持下滑 .....	3
2.	利率期限结构更加陡峭.....	4
二、	风格与因子 .....	5
1.	风格分化缩小 .....	5
2.	风格转换很快, 价值因子占优.....	5
三、	业绩与估值 .....	7
四、	投资建议 .....	8

## 图表目录

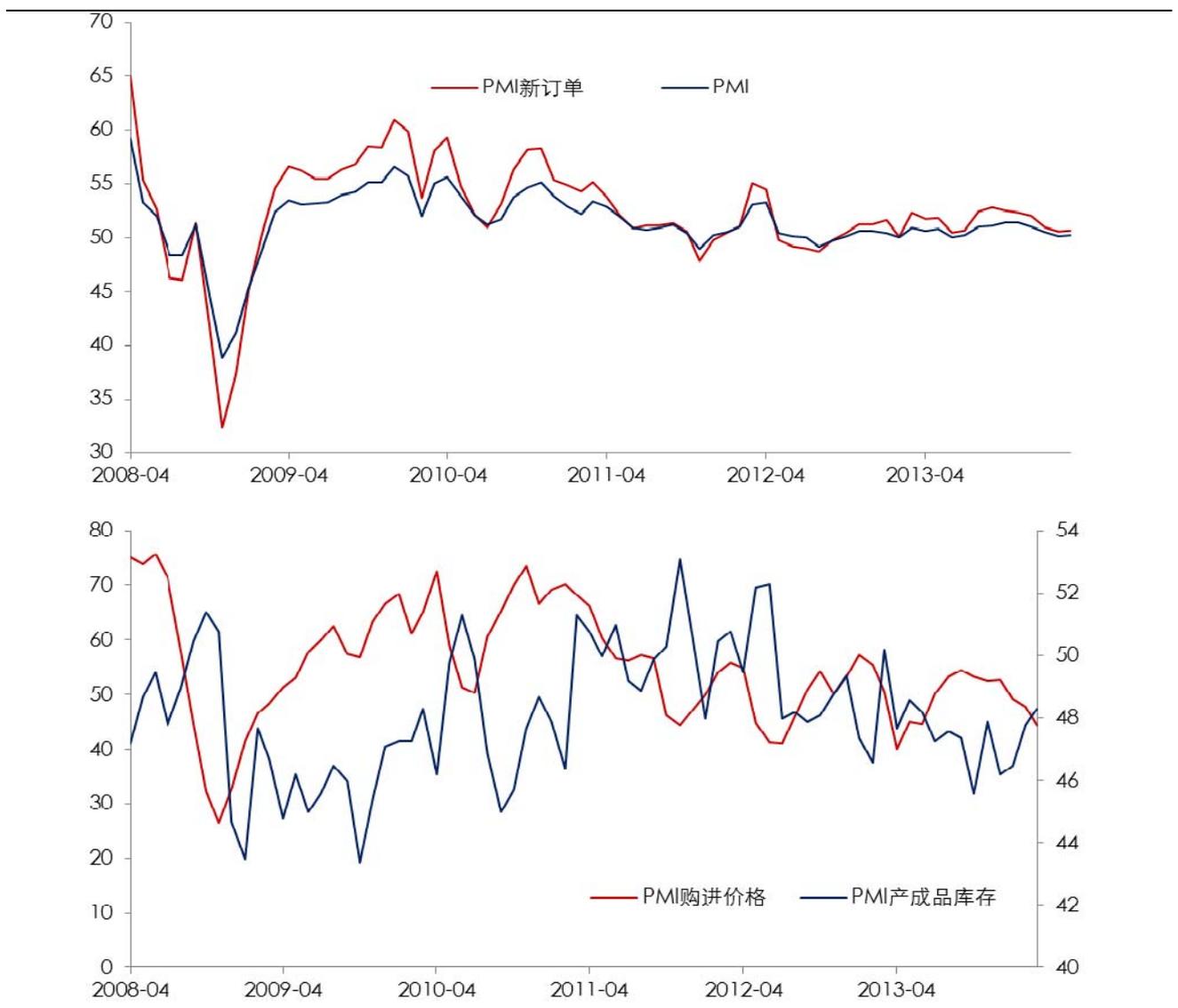
图 1:	PMI 绩分项新订单疲态不改.....	3
图 2:	国债到期收益率降低.....	4
图 3:	shibor 利率降低 .....	4
图 4:	估值因子与成长因子的对比.....	6
图 5:	高净利率指数.....	6
图 6:	反转指数 .....	7
图 7:	估值与盈利 .....	7
图 8:	历史投资建议汇总 .....	8
表 1:	四个指数的历史分化程度.....	5
表 2:	沪深 300 的预测模型 .....	8

## 一、 宏观环境

### 1. 宏观经济维持下滑

从汇丰PMI来看,比上个月有所降低,中采PMI基本与上月持平,略高0.1%,说明经济下滑的状态仍旧在继续,从中采PMI分项来看,购进价格连续下降四个月,3月单月下降了3个百分点,这个与PPI逐月的负值相吻合,生产、新订单、采购量、原材料库存小幅上升,供应商配送时间、从业人员持平,各个分项基本上都体现了当前经济状况下滑的状态。

图 1: PMI 绩分项新订单疲态不改



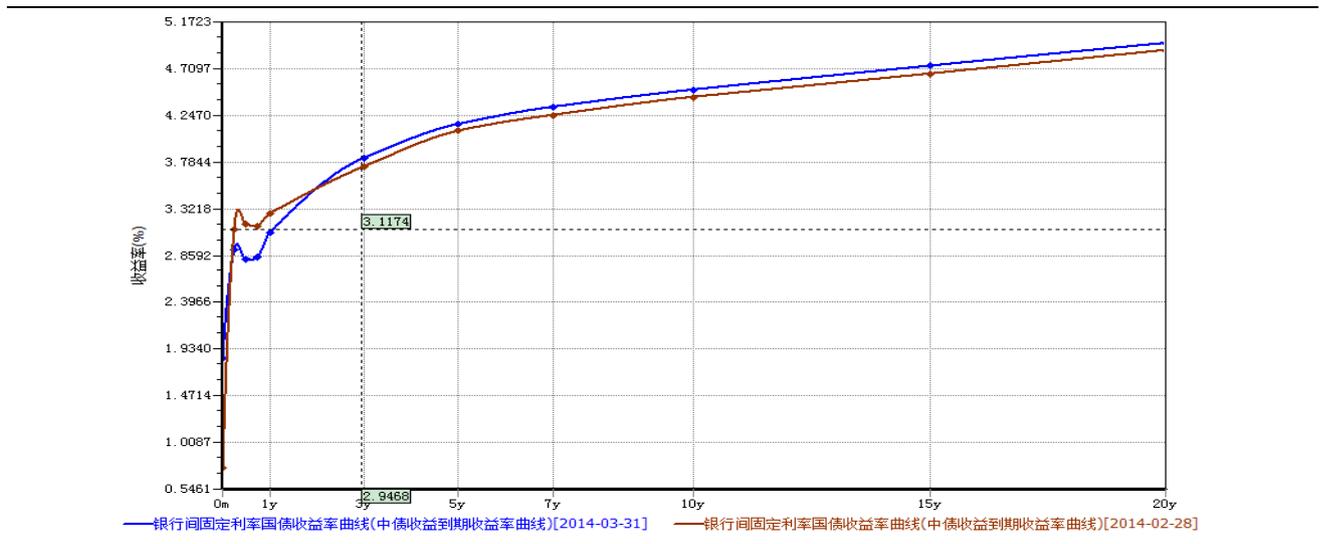
资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 2. 利率期限结构更加陡峭

### (1) 短期国债到期收益率降低，长期国债到期收益率升高

流动性方面，3月份的利率期限结构比上月陡峭，短期限的利率有所降低，半年期的国债到期收益率由3.17%下降至2.82%，长期限的利率有所升高，3年期国债到期收益率由3.74%上升到了3.83%，陡峭的利率期限结构对成长股是不利的。

图 2：国债到期收益率降低

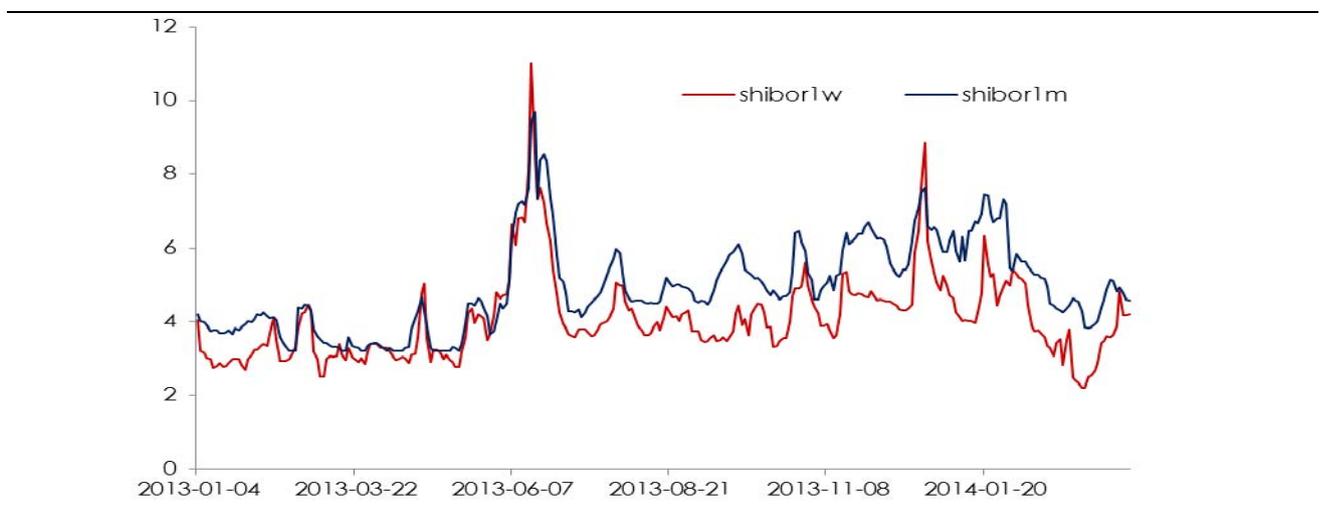


资料来源：Wind，长江证券研究部

### (2) Shibor利率波动较大

Shibor利率在3月份经历了大幅度的波动，月中出现了大幅下降，随着月底的临近又逐渐升高。

图 3：shibor 利率降低



资料来源：Wind，长江证券研究部

## 二、风格与因子

### 1. 风格分化缩小

2014年3月的风格差异略缩小。下表是过去一段时间沪深300、中证550、中小板指、创业板指四个指数的分化程度，这四个指数分别代表了市场上的几个不同的风格，可发现，3月份继续了2月份的状况，这几个风格的分化程度正在缩小，以沪深300为代表的价值股与以创业板为代表的成长股分化在缩小，同时，以创业板为代表的成长股回调较大。

表 1：四个指数的历史分化程度

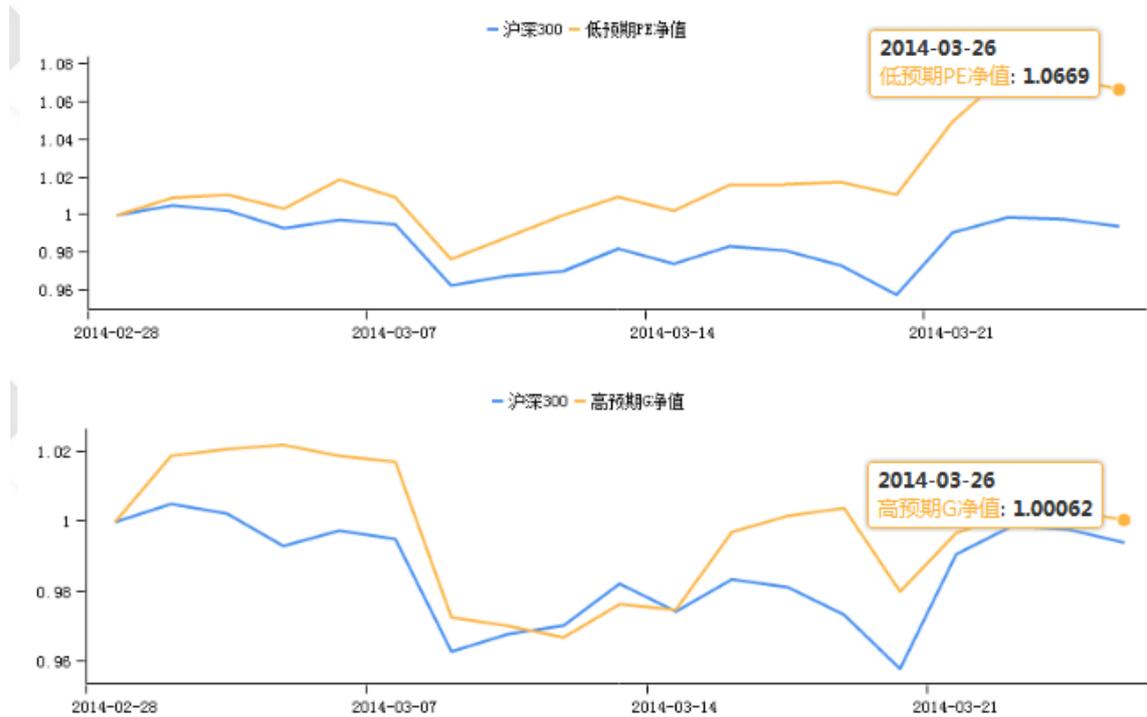
	过去 20 天涨跌幅 (%)	过去 40 天涨跌幅 (%)	过去 60 天涨跌幅 (%)
沪深 300	1.7852	-7.0323	-2.5492
中证 500	-0.6139	-8.7324	-1.1551
中小板指	-4.5451	-15.1209	-8.6514
创业板指	-4.8726	-14.0250	-11.2420
<b>分化程度</b>	<b>3.2126</b>	<b>3.9501</b>	<b>4.8253</b>

资料来源：wind,长江证券研究部

### 2. 风格转换很快，价值因子占优

3月份市场风格逆转了前期成长因子一直占优的状况，成长因子表现平平，价值因子表现突出。其中，低预期PE指数（月度选取预期PE较低的100只股票）绝对收益6.69%，而预期净利润增速指数（月度选取预期净利润增速较大的100只股票）绝对收益略微是正值。

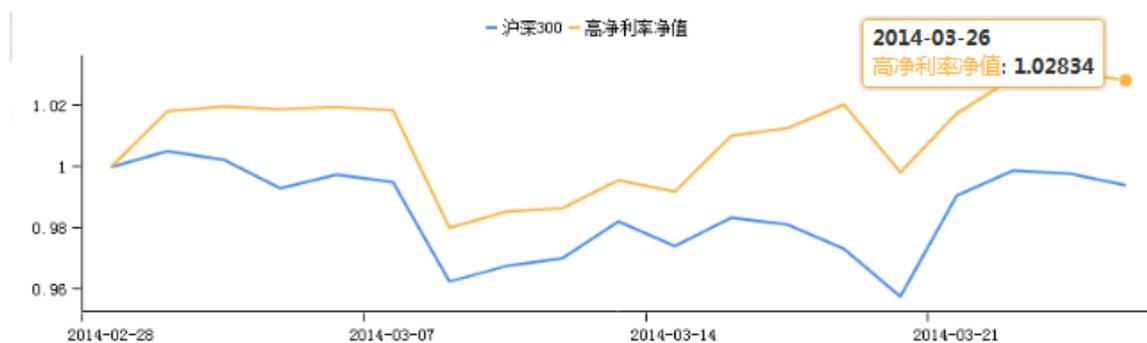
图 4: 估值因子与成长因子的对比



资料来源: 天软科技, 长江证券研究部

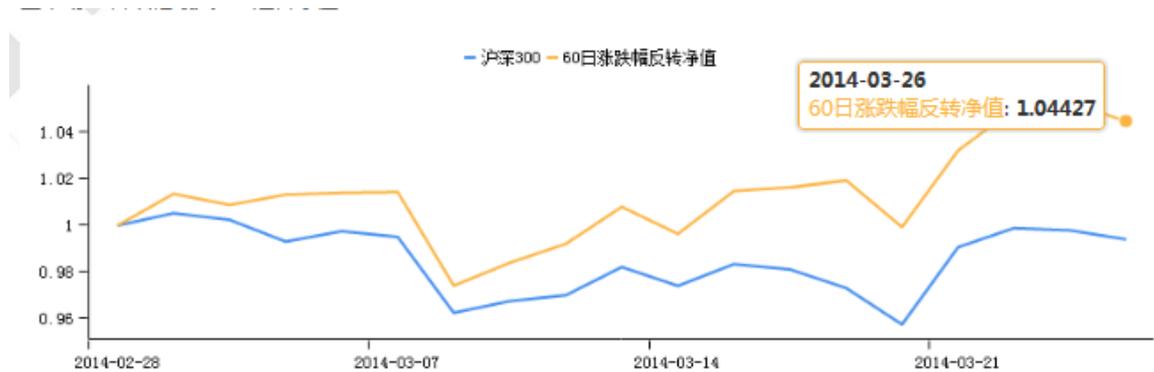
在上个月的月报中, 我们提到的从2013年一直延续表现较好的因子: 低资产负债率、高现金比率随着成长因子的杀跌, 也收益平平。由于成长、价值的风格转换, 衡量盈利质量的财务指标有所表现, 比如, 高净利率指数(月度选取净利率较高的100只股票)绝对收益2.83%。而由于风格的切换, 反转因子也表现不错, 单月收益4.43%。

图 5: 高净利率指数



资料来源: 天软科技, 长江证券研究部

图 6: 反转指数

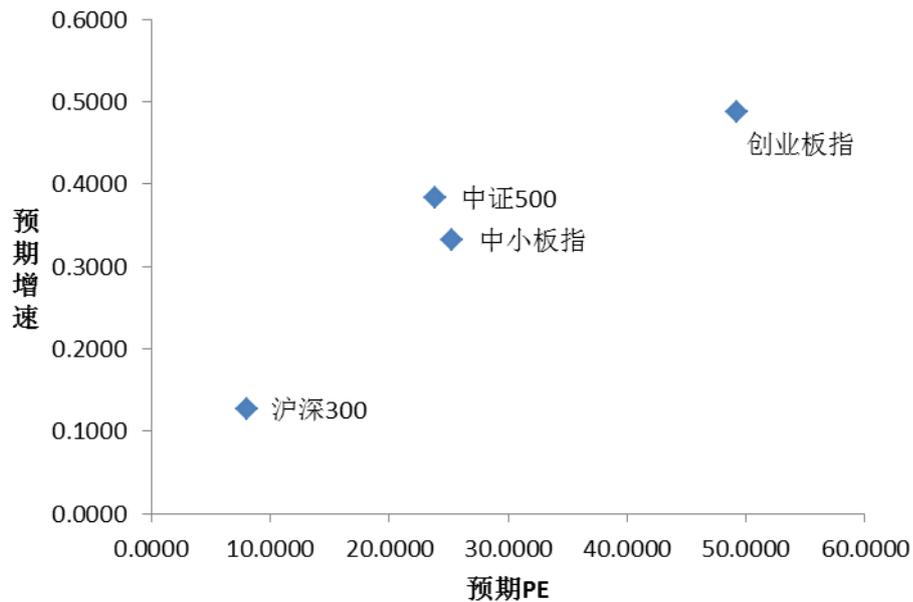


资料来源: 天软科技, 长江证券研究部

### 三、业绩与估值

截止2014年4月1日, 沪深300指数预期PE8倍, 预期增速12%, 中证500指数预期PE23倍, 预期增速38%, 中小板指预期PE25倍, 预期增速33%, 创业板指预期PE49倍, 预期增速48%。沪深300指数的动态市盈率7.96倍, 创业板的动态市盈率55倍。

图 7: 估值与盈利



资料来源: wind, 长江证券研究部

## 四、投资建议

从上述的分析，我们得到对4月份市场走势的如下观点：

风格方面成长股有一定的回调，整个经济状态仍旧在下滑，利率在降低，同时利率期限结构的陡峭不利于成长股，因此，需要注意成长风格的风险。

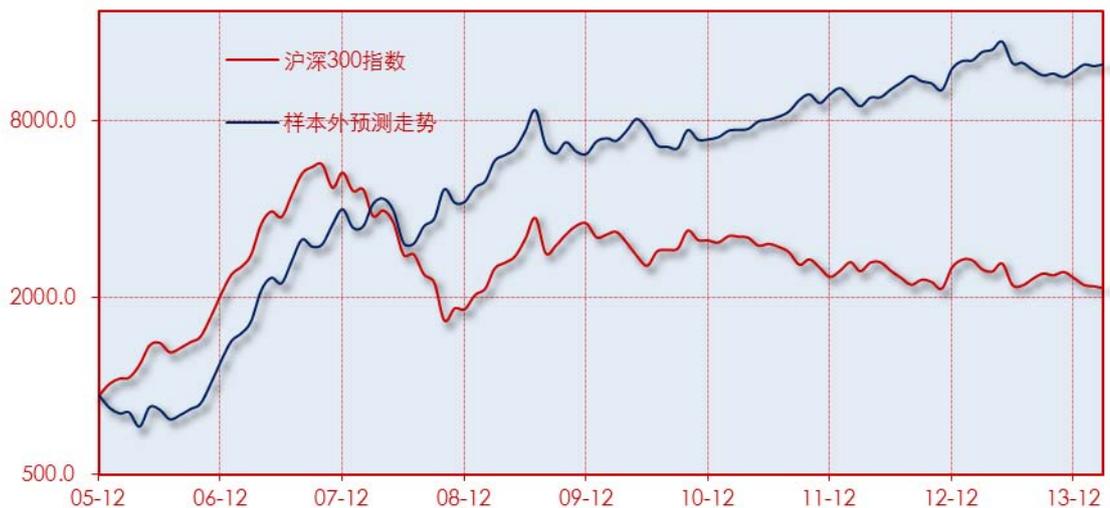
同时，通过一些描述宏观经济的变量，对沪深300指数的预期悲观，看空4月份的大盘：

表 2：沪深 300 的预测模型

领先变量	常数项	PMI 购进价格	新增外汇占款(亿元)	PMI 采购量	4 月份预期收益率(%)
系数	-1.33	3.65	-5.52	3.70	-1.33
T 检验值	-1.24	2.03	-4.03	2.01	
状态的判断及收益率的预测		↓不利于股市 上涨	↓利于股市上 涨	↓不利于股市 上涨	↓ 下跌

资料来源：wind,长江证券研究部

图 8：历史投资建议汇总



资料来源：wind，长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807 13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916 13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003 18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863 13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198 13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999 13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

### 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 长江证券研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 25 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。