

2014年2月公募基金投资策略 全球配置、择时能力、主题风格搭配进行时

张剑辉 首席分析师
杨舒 高级分析师

导语

- 世界银行与IMF纷纷上调对发达经济体增长预期，美欧市场仍可配置。债务违约风险是近期威胁美国乃至全球经济的重要不确定性，并将加大市场波动。
- 尽管数据前瞻显示短期经济仍处于下行通道，但2月恰逢经济数据空窗期，政府稳增长态度也有助于缓解经济下滑影响。节前央行大手笔公开操作有效降低了资金面紧张程度，在节后几无资金到期、热钱持续流入、IPO“技术性”暂停等背景下，节后市场资金供给或略有缓解。预计2月A股市场继续分化，高成长品种有望获得风险资金的进一步追捧，但基础并不牢靠。
- 基金投资建议采取均衡搭配，兼顾风险控制与追求收益，其中适当侧重防御。具体建议通过全球配置、分散投资以及选择择时能力突出管理人管理的基金产品来控制风险，通过搭配选股能力突出基金经理管理产品以及改革主题风格产品以适当进攻。

发达市场：局部波动不改回暖预期，警惕美国债务上限之争

- 欧洲经济喜迎开门红。制造业继续引领欧洲经济复苏，服务业温和增长形势也有所加快。欧元区1月Markit制造业PMI初值为53.9(上月终值52.7)，超出预期，为2011年5月以来最高。而且，欧元区综合产出PMI创31个月来新高，服务业PMI为四月来新高，制造业产出指数更是创33月新高。与之相一致，欧洲经济研究中心(ZEW)1月21日公布的数据显示，欧元区1月经济景气指数亦大幅走高。
- 美国经济增长局部出现波动，1月上公布的美国12月非农就业数据大幅低于市场预期，给刚刚宣布启动QE退出的美联储及资本市场当头一棒，并引发美股股指的连续调整。但随后两周公布的系列数据显示美国消费增长乐观、制造业平稳、物价也总体保持稳定，同时近两周美国初领失业金人数也基本符合预期，使我们有较为充足的理由相信此前狼狽的就业数据主要受极端寒冷天气影响，因此对美国经济增长无需过度担忧。不过，美债违约风险阶段威胁市场。美国众议院和参议院1月中通过了1.01万亿美元的2014财年政府预算法案，从而解除了选举年的政府关门威胁，但法案未能解决联邦政府债务上限的问题，如果美国不能快速有效上调债务上限，2月底美国政府将会再次面临违约风险。
- 从长期看，发达经济体复苏预期依然强烈。近期世界银行与IMF纷纷上调对发达经济体的2014年的增长预期。国际货币基金组织(IMF)在最新一期《世界经济展望报告》提到，全球经济将在发达经济体需求的带动下持续攀升，并将2014年全球经济增长预期小幅上调0.1个百分点至3.7%。其中，发达经济体2014年整体增速预计为2.2%，比去年10月的预测高0.2个百分点，具体为美国经济和欧元区经济预计分别增长2.8%和1%，较之前的预测分别上升0.2个百分点和0.1个百分点。世界银行1月最新的预期也认为，得益于美国和欧元区的经济复苏，2014年全球经济有望增长3.2%(较前提升0.2个百分点)。

A股市场：政策预期流动性缓解对抗经济下行，成长行情有望深化

- 尽管数据前瞻显示短期经济仍处于下行通道，但2月份恰逢经济数据空窗期，政府稳增长的态度也有助于缓解经济数据下滑的影响。节前央行果断的大手

笔公开市场操作,有效降低了市场资金面的紧张程度,在节后几无资金到期、热钱持续流入、IPO“技术性”暂停等背景下,节后市场资金供给或略有缓解。在此背景下,预计 2 月 A 股市场继续分化,高成长品种有望获得风险资金的进一步追捧,但基础并不牢靠。

经济下滑趋势或将延续

- 统计局公布的 2013 年度经济数据显示,我国宏观经济增长总体仍处于稳健区间,但是存在放缓迹象。2013 年全年国内生产总值(GDP)增长 7.7%,其中四季度增长 7.7%,增速较三季度略有下降(三季度增长 7.8%)。具体看:2013 年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长 9.7%,其中四季度增长 10.0%,与三季度基本持平,但 12 月份工业增加值同比实际增长 9.7%,较前月回落了 0.3 个百分点。2013 年固定资产投资累计同比增长 19.6%,较 1-11 月回落 0.3 个百分点,其中制造业投资累积同比增速与上期基本持平,地产开发投资累计同比较前 11 个月提升 0.3 个百分点,基建投资较前 11 个月回落 2 个百分点。2013 年社会消费品零售总额同比增长 13.1%,其中 12 月单月同比增长 13.6%,居民消费贡献明显,政府消费则在反腐整顿的大背景下继续受到制约。
- PMI 数据显示短期经济仍在下行,且未来或将进一步走弱。1 月初公布的 12 月份中采 PMI 为 51%,较上月回落 0.4 个百分点,其中反映当期生产的生产指数、就业人员指数、反应企业预期的原材料库存指数均有所下降。汇丰 PMI 预览值更是大幅低于预期,1 月汇丰 PMI 总指数大幅下滑 0.9 个百分点至 49.6(前值 50.5),且跌破荣枯平衡线。需求尤其是内需下滑明显,1 月新订单大幅下滑 1.8 个百分点至收缩区间(49.8)。产出指数尽管仅下滑 0.1 个百分点至 51.3,但产品库存则大幅回升 1.8 个百分点至 51.3,显示需求下行背景下企业库存积压。

政策预期有助改善情绪

- 不过,政府稳增长的态度有助于缓解经济数据下滑的影响。李克强总理在刚刚结束的世界达沃斯论坛讲话时,明确定位了中国经济运行的合理区间,把经济增长 7.5%左右、新增城镇就业 900 万人以上作为下限,把物价上涨不超过 3.5%左右作为上限。2014 年中国经济政策的基调是稳中求进、改革创新,在守住底线的背景下靠结构性改革、靠市场力量稳增长、促发展。春节因素导致的 2 月经济数据空白期间,加之考虑到 3 月初的两会因素,政府稳增长的动作预期或给市场带来机会。
- 另外,证监会主席肖钢日前撰文指出,股票交易所市场是多层次资本市场的压舱石,也是宏观经济运行的晴雨表,健全多层次资本市场体系的重点任务之一即要着力推动股票市场发展,亦会对市场信心起到些许的提振效果。

市场资金供应略有缓解

- 1 月初,在去年年末效应褪去之后,市场流动性呈现出了短暂的宽松状态。随着春节前资金面的再度吃紧,央行连续进行大手笔操作,通过 7 天、14 天、21 天逆回购以及 3 个月的国库现金定期存款等多种方式,累计净投放约 5000 亿元。央行的果断介入,有效降低了市场资金面的紧张程度,对于资金成本偏高的状况起到了明显的缓解作用。
- 虽然央行的公开市场操作目标更多为应对资金的季节性紧张,并非货币政策的彻底放松,但在节后几无资金到期、热钱又在流入的背景下,以及考虑到 IPO 在 2 月份恰逢“技术性”的空窗期,若央行不通过央票、正回购等方式回笼资金,节后市场资金紧张局面略有缓解。

2 月基金投资策略:全球配置、择时能力、主题风格搭配进行时

基金四季报:股票仓位小幅下调,踏准新年市场节拍

- 基金 2013 年四季报 1 月下披露完毕。尽管基金经理总体对一季度持谨慎态度,但基金股票仓位仅小幅下行,仍处于近三年高位。基金调仓很好把握 1

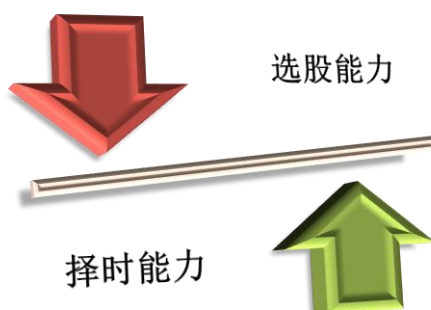
月行情，重仓股票主要分布在医药医疗、食品饮料、计算机、家电、电子等行业，使得 1 月基金相对主板指数超额收益显著。

- ◆ 股票仓位方面，主动型偏股基金四季度末平均股票仓位为 81%，环比下降 1 个百分点，但仍处于 2011 年以来的高位，近 7 成基金公司旗下产品总体仓位下降。
- ◆ 从持股情况看，基金四季度重点增持家电、环保、电力、医药医疗等行业，而重点减持了银行（重点减持 10 大股票中银行占据半壁江山）、传媒、房地产等行业。基金重仓股票主要分布在医药医疗、食品饮料、计算机、家电、电子等行业。
- ◆ 对于一季度基金经理总体持谨慎态度，认为经济下行、债务风险、高利率、IPO 重启等抑制市场，超额收益聚焦在消费和成长，重点看好医药、TMT、环保、军工、互联网金融、国企改革、新能源汽车等主题行业。

2 月基金投资：全球配置积极择时以防御，主题把握精确选股以进取

- 综合上述分析，基金对于新年市场节奏把握较好。2 月份 A 股市场仰仗政策预期和流动性缓解来对抗经济下行，但基础并不牢靠，风险资金追捧下成长行情有望深化。因此，基金投资建议采取均衡搭配，兼顾风险控制与追求收益，其中适当侧重防御。具体建议通过全球配置、分散投资以及选择择时能力突出管理人管理的基金产品来控制风险，通过搭配选股能力突出基金经理管理产品以及改革主题风格产品以适当进攻。
- 防御端：择时能力搭配全球配置
 - ◆ 全球配置：投资 A 股基金同时小幅搭配 QDII 产品，有助于改善组合风险收益特征，分散单一市场风险。如前所述，世界银行与 IMF 纷纷上调对发达经济体的增长预期，美欧市场仍值得配置，建议搭配美股科技及欧美高端消费指基，具体产品推荐国泰纳斯达克 100 指数基金、易方达标普全球高端消费品指数增强基金。
 - ◆ 择时能力：在 2014 年度基金投资策略中我们重点提及，2014 年作为主题投资年，市场机会演绎与风险释放预计都将呈现频繁、脉冲式特征，同时各板块间轮动亦将加快。另外，债市持续调整、收益率处于高位的情况下，资本市场或出现一两波大类资产配置机会。在此背景下，基金经理的择时操作将将迎来用武之地，无论是股债间的大类资产配置，还是针对改革相关板块的灵活配置轮换，都将成为基金控制风险、获取超额收益的重要方式。面对 2 月份博弈的市场环境，选择择时能力突出基金经理管理的产品，正是控制风险的有效手段。

图表 1：基金投资管理能力对业绩贡献变化预期



图表 2：主动择时操作效果突出基金经理及管理产品

基金经理	管理产品
陈军	中银中国混合、中银收益混合、中银美丽中国股票
陈勤	嘉实服务增值行业混合、嘉实价值优势股票
陈少平	泰达宏利领先中小盘股票
何云峰	易方达积极成长混合
李洪雨	农银汇理策略价值股票、农银汇理大盘蓝筹股票
齐东超	汇添富成长焦点股票、汇添富民营活力股票
钱睿南	银河稳健混合
邵健	嘉实增长混合、嘉实优质企业股票
张晓东	国富弹性市值股票、国富深化价值股票
张卓	鹏华普天收益混合
周蔚文	中欧新趋势股票(LOF)、中欧新蓝筹混合

注：按字母顺序排序，排名不分先后。

来源：凯石财富工场 wind

- 在进攻端，如前所述，一方面聚焦少数选股能力经过检验基金经理。成长股或者说主题投资内部行情分化背景下，基金经理的选股能力并非不重要（新年来业绩突出基金超额收益主要来自于选股），而是把握难度大幅上升，因此在投资选择时建议聚焦到少数选股能力经过长期检验的基金经理。通过量化方式对基金经理过往长期持续的选股效果（剔除基金产品设计的因素）进行比较显示，曹剑飞（农银汇理）、陈扬帆（兴业全球）、冯波（易方达）、傅鹏博（兴业全球）、顾耀强（汇添富）、刘明月（广发）、王鹏辉（景顺长城）、严鸿宴（华夏）、张玮（国泰）、朱纪刚（广发）等表现突出（排名不分先后）。另一方面，从主题风格角度，建议继续以大众消费为主线的基础上，优选搭配国企改革、国家安全等主题。
- 另外，历史数据显示，对于同样的管理人，在热点切换频繁环境中，资产管理规模相对较小的中小型基金具有“灵活”优势。因此，在关注管理人投资管理能力（无论择时还是选股能力）的同时，优选其所管理的规模中小基金，可以有助管理人更好的发挥投资管理能力，起到锦上添花的作用。

特别声明：

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。