

基金专题报告

证券投资基金

2008 年 4 季度基金季报深入分析

2009 年 2 月 2 日

基金分析师：杨涛

电话：0755-82130833-1825

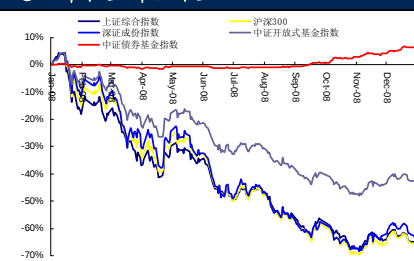
Email: yangtao@guosen.com.cn

金融工程首席分析师：葛新元

电话：0755-82130833-1870

Email: gexy@guosen.com.cn

近一年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

市场与基金重要数据（2009 年 4 季度）

上证综合指数涨跌幅	-20.62%
沪深 300 指数涨跌幅	-18.98%
全部基金复权净值收益率	-4.74%
偏股型基金复权净值收益率	-7.97%
债券型基金复权净值收益率	5.52%
货币型基金 7 日年化收益率	4.86%
QDII 基金复权净值收益率	-10.59%
封闭式基金价格涨跌幅	-8.67%

资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《基金 3 季报深入分析：基金持仓期待四季度反弹》

——2008 年 10 月 27 日

《基金 2 季报深入分析：资产再度缩水，规模持续分化》

——2008 年 7 月 23 日

《基金 1 季报深入分析：开基保持仓位调组合，封基被动减仓为分虹》

——2008 年 4 月 24 日

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

季度市场回顾

偏股基金大幅调仓，封基显价值

偏股型基金跌幅收窄，债券型基金喜获丰收

4 季度 A 股基金净值缩水幅度远小于股指跌幅，整体算术平均复权净值收益率为 -4.3%，较 2 季度少 2 个多百分点。其中，296 只偏股型基金出现负增长，近 40 只基金取得正收益，其中调仓力度较大、对中小板和主题型公司增持的部分基金表现较好。

取得正收益的是低风险型的债券型基金和货币市场型基金，二者收益率分别为 4.77% 和 1.24%。

基金选股选时能力优势胜出，单纯减仓机会成本增大

正如我们在去年 10 月份的四季度基金投资策略报告中预计：4 季度市场系统风险将大幅降低，而基金投研实力比拼将成为主动型基金绩效优劣的主要形式。

偏股型基金中季度收益率列前 4 位的均为 08 年 6 月前就已经成立，且基本结束建仓期的基金；其次，上述基金 4 季度末持股比例均超过了 60%，主动增持股票、且符合市场反弹主题的投资风格使之获利丰厚，前 3 名基金收益率均超过 10%。

封闭式基金估值优势凸显，持股比例稳定明确风险敞口

我们在 1 月初推出的封基价值投资报告中曾经提到，封基股票持仓构成其风险资产部分，其估值优势的安全性取决于该风险资产比例是否稳定，而 4 季度报告披露后，封基整体股票持仓比例几乎没有变动，加权平均持仓仍然维持在 64% 附近，因此封基投资者仍可以原有估值标准判断其实际价值，对于寻求稳定收益的长线资金，仍然建议积极增持。

4 季度偏股型基金继续小幅增仓

4 季度所有偏股型基金均有增持行为，在股指下跌近 20% 背景下上述基金仓位增加表明受持股市值上涨影响较大，尽管表面增仓幅度不大，但能判断基金持股品种表现远优于股指。结合我们 1 月份基金月报的统计分析结果，可以判断出基金在 11 月以来反弹中大幅调仓，在减持沪深 300 成分股同时重点增持了中小盘和主题型股票。

基金大幅减持原有重仓股，增持主题型行业和公司

从行业方面看，偏股型基金 4 季度进行了大幅调仓动作，对前期重点持仓的强周期行业减持较为坚决，减持前五大行业分别是：“交通运输、仓储业”、“采掘业”、“金融、保险业”、“金属、非金属”和“石油、化学、塑胶、塑料”，减持幅度分别为 -2.13%、-2%、-1.56%、-1.07% 和 -0.62%。

对 4 万亿投资计划的主要行业及弱周期行业增持明显，其中“机械、设备、仪表”、“医药、生物制品”和“建筑业”已经连续 2 个季度列增持前 5 位，前二者 4 季度增持幅度较大，分别为 2.38% 和 2.23%。

重仓前 20 名股票中以招行为首的老牌重仓股持股总市值已大幅下降逾 40%，平均减少 17.2%，表明原有重仓股确实被大幅减持，符合我们前期在 1 月份月报中的判断。中国石化、中国人寿、武钢股份、宝钢股份、和长江电力被剔除前 20 位，取而代之的是特变电工、中国铁建、海油工程、兴业银行和格力电器。

内容目录

市场概况	3
基金资产遏制缩水，基金类别趋于平衡	3
市场疲软低风险基金备受青睐，投资者申购意愿加强	4
基金公司管理规模两极分化现象延续，银行系基金首进前十	5
经营业绩	6
偏股型基金跌幅收窄，债券型基金喜获丰收	6
基金选股选时能力优势胜出，单纯减仓机会成本增大	7
封闭式基金估值优势凸显，持股比例稳定明确风险敞口	8
封基已实现收益大幅缩水，仅 7 只满足分红条件	9
创新型债券封闭式基金出山，封基发展窘境有望改观	10
逾 2/3 的基金在 4 季度表现强于“基金业绩比较基准”。	10
基金资产配置	11
4 季度偏股型基金继续小幅增仓	11
基金大幅减持原有重仓股，增持主题型行业和公司	12
基金经理观点	15
大部分基金经理认为后市结构性机会好于 2008 年	15

图表目录

表 1: 基金 4 季度末资产净值同比变动情况	4
表 2: 4 季度新基金成立概览	4
表 3: 4 季末基金公司规模前 5 名及后 5 名	5
表 4: 4 季度管理规模增长率前 5 名及后 5 名	6
表 5: 4 季度各类基金的市场表现	7
表 6: 偏股型基金 4 季度收益前 5 名及持仓明细	8
表 7: 现存封闭式基金 2008Q4 资产组合	8
表 8: 4 季度封闭式基金持股比例变动前 5 名、后 5 名	9
表 9: 4 季度封闭式基金价格增长率前 5 名、后 5 名	9
表 10: 封闭式基金 4 季度整体情况	9
表 11: 08 年封闭式基金理论分红明细（单位：元）	10
表 12: 4 季度净值超越业绩基准增长率前 5 名	11
表 13: 4 季度基金股票平均持仓变动表	11
表 14: 4 季度偏股型基金净卖出股票与仓位关系	12
表 15: 基金持仓行业 4 季度变动情况	13
表 16: 4 季度基金增持股票前 5 名、后 5 名	13
表 17: 4 季度基金新增股票前 10 名	14
表 18: 基金 4 季度重仓股前 20 名	14
免责条款:	15

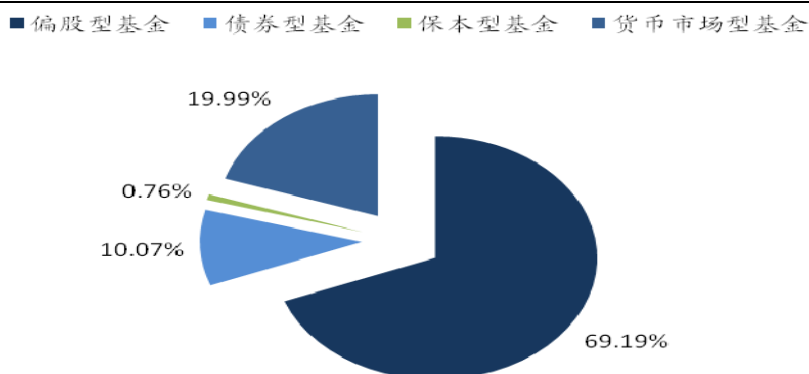
市场概况

基金资产遏制缩水，基金类别趋于平衡

60 家基金管理公司旗下 419 只基金的 2008 年四季度 1 月 23 日全部披露完毕。披露报告的基金为偏股型基金 325 只（含 9 只 QDII 基金）、债券型基金 50 只、货币型基金 40 只、保本型基金 5 只（注：债券型、货币型 A、B、C 级基金合并为 1 只计）。

截止 2009 年 1 月 23 日，加上未披露季报的基金，国内 60 家基金公司旗下共 444 只基金，总资产净值为 19473 亿元。其中，偏股型基金 336 只（含股票型、混合型、8 只 QDII 基金），净资产规模 13527 亿元，占比自 3 季度末的 83% 缩减至 69.2%；其余 3 类基金中，债券型基金 61 只、货币型基金 40 只、保本型基金 7 只，净资产规模分别为 1961 亿元、3892 亿元、和 197 亿元，相比 3 季度，分别增长 45.0%、138.6% 与 16.6%；占比分别为 10%、19.9% 和 1%。

图 1：4 季末各类基金资产净值结构对比

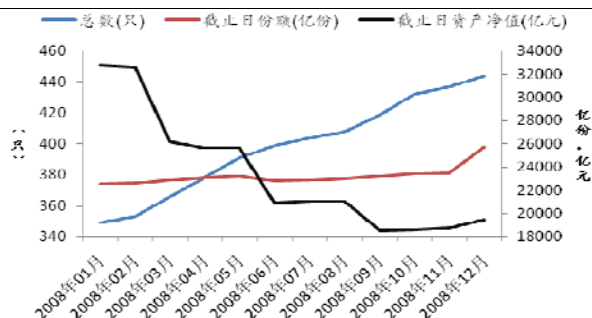


资料来源：国信证券经济研究所；注：含未披露 4 季报的基金。

08 年 4 季度股指继续大幅下跌，截止 12 月 31 日，上证综指下跌 20.62%，深成指下跌 14.20%，沪深 300 下跌 18.98%，A 股流通市值环比缩水 9.45%，相较于前 3 季度的 17.65%、21.89% 与 15.65% 的缩水幅度，下降幅度较小，亦明显低于市场指数下降幅度。

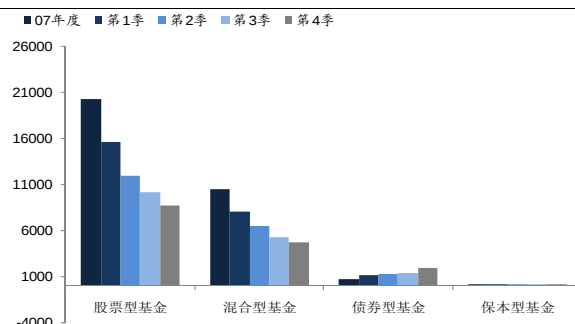
截止 12 月 31 日，基金期末总份额为 25741 亿份，较上期 23371 亿份增加 2493 亿份，剔除 4 季度新发行的 387.82 亿份，总体净申购 2105 亿份，其中大部分申购集中于低风险基金，使得低风险基金比率大幅增加，个类别基金占比逐步趋于平衡。

图 2：基金 2008 年 1 月以来规模变动情况



数据来源：国信证券经济研究所

图 3：分类基金 2008 年规模变动情况



数据来源：国信证券经济研究所

市场疲软低风险基金备受青睐，投资者申购意愿加强

4 季度股市继续下行，新基金，尤其是低风险品种基金发行和申购状况较为突出。其中货币型基金全年份额增长幅度高达 250.46%，而债券型基金则高达 192%。

表 1: 基金 4 季度末资产净值同比变动情况

类型	07年底 (亿元)	1季度 (亿元)	2季度 (亿元)	3季度 (亿元)	4季度 (亿元)	净资产全年变动率
股票型	20324	15656	11960	10154	8746	-56.97%
混合型	10508	8085	6457	5295	4727	-55.01%
债券型	671	1148	1269	1352	1961	192.15%
货币型	1110	1190	1120	1631	3892	250.46%
保本型	142	121	130	126	147	3.57%
总计	32755	26200	20936	18593	19473	-40.55%

数据来源：国信证券经济研究所、Wind 资讯

4 季度共有 34 只(包括 3 只封转开基金，债券型基金中 A、B、C 型归为一只，下文相同)新基金成立，包含 11 只股票型基金、16 只债券型基金、6 只混合型基金与 1 只保本型基金。新募集基金份额 468 亿份。

在新成立基金中，16 只债券型基金规模合计 343 亿份，平均每只逾 21 亿份规模，与上季度平均逾 27 亿份规模相若。债券型基金占同期新成立基金总额的 73.2%，较上季度大幅上升。相反，11 只股票型基金合计份额仅为 66.7 亿份，除大成策略回报募集规模达 10 亿份外，其余均为 3-9 亿份的“迷你型”基金。农银汇理恒久增利凭借独特的渠道优势，募集规模高达 59 亿份。在连续下跌市中，投资者普遍回避高风险基金，而倾向于低风险基金。这种现象在今年此前 3 个季度当中都十分明显，如表 1 所示，债券型和货币型基金资产规模均达 100%以上。

表 2: 4 季度新基金成立概览

基金名称	成立日期	发行日期	类型	初始份额 (亿)	基金经理
华宝兴业大盘精选	2008-10-7	2008-9-8	股票型	4.901	冯刚
长盛积极配置	2008-10-8	2008-9-1	债券型	13.621	蔡宾;刘静;吴
易方达科汇灵活配置	2008-10-14	2008-10-9	混合型	4.637	伍卫
鹏华盛世创新	2008-10-10	2008-9-1	股票型	11.453	黄鑫
国联安德盛红利	2008-10-22	2008-9-8	股票型	7.298	冯天戈;吴鹏
景顺长城公司治理	2008-10-22	2008-9-1	股票型	2.731	邓春鸣
招商安心收益	2008-10-22	2008-9-16	债券型	54.398	余春宁
华安核心优选	2008-10-22	2008-9-16	股票型	8.135	陈俏宇
华夏策略精选灵活配置	2008-10-23	2008-10-20	混合型	15.838	王亚伟
海富通稳健添利	2008-10-24	2008-9-8	债券型	31.801	邵佳民
富兰克林国海强化收益	2008-10-24	2008-9-22	债券型	10.748	刘怡敏
富国天丰强化收益	2008-10-24	2008-10-15	债券型	19.981	饶刚;钟智伦
光大保德信增利收益 AC	2008-10-29	2008-9-22	债券型	13.66	于海颖
天治稳健双盈	2008-11-5	2008-9-22	债券型	7.876	贺云
东吴优信稳健	2008-11-5	2008-10-6	债券型	14.817	徐嵩
诺德主题灵活配置	2008-11-5	2008-10-8	混合型	2.387	戴奇雷
南方恒元保本	2008-11-12	2008-10-7	保本型	22.106	蒋峰
中银稳健增利	2008-11-13	2008-10-13	债券型	22.496	李建
易方达科翔	2008-11-13	2008-10-15	股票型	3.605	刘芳洁
富国天鼎中证红利	2008-11-27	2008-11-20	股票型	3.418	常松;宋小龙
建信核心精选	2008-11-25	2008-10-20	股票型	5.102	田擎

大成策略回报	2008-11-26	2008-10-20	股票型	10.58	周建春
天弘永定价值成长	2008-12-2	2008-10-8	股票型	2.911	马志强
中海蓝筹灵活配置	2008-12-3	2008-10-15	混合型	7.464	杨大力
银华增强收益	2008-12-3	2008-10-30	债券型	24.669	姜永康
汇丰晋信平稳增利	2008-12-3	2008-11-10	债券型	19.448	朱文辉
金鹰红利价值灵活配置	2008-12-4	2008-10-8	混合型	3.67	龙苏云
申万巴黎添益宝 AB	2008-12-4	2008-10-27	债券型	23.79	王成
东方稳健回报	2008-12-10	2008-11-10	债券型	10.191	杨林耘;郑军恒
农银汇理恒久增利	2008-12-23	2008-11-18	债券型	59.198	陈加荣
华富策略精选灵活配置	2008-12-24	2008-11-03	混合型	2.595	季雷;鞠柏辉
长信利丰	2008-12-29	2008-12-03	债券型	8.194	李小羽
浦银安盛优化收益	2008-12-30	2008-11-24	债券型	7.713	段福印
广发沪深 300	2008-12-30	2009-1-16	股票型	6.537	邱春杨
份额合计				468	

数据来源：国信证券经济研究所、Wind 资讯

基金公司管理规模两极分化现象延续，银行系基金首进前十

4 季度基金整体表现不理想，但是第一梯队基金规模优势愈发明显，银行系基金工银瑞信首次进入前十，规模增长 71.31%。

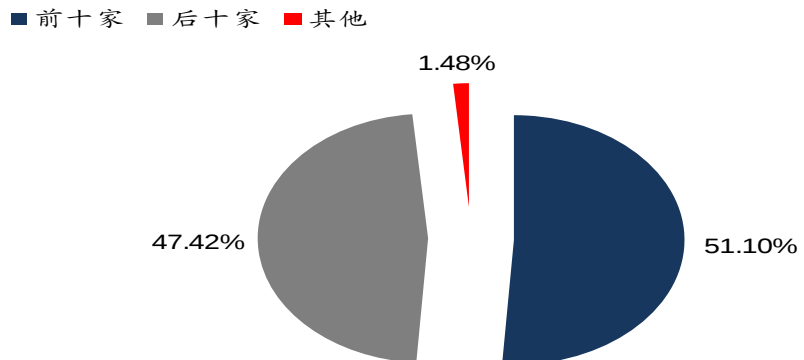
截止 12 月 31 日，管理规模逾 1000 亿元公司较 3 季度增加 1 家至 4 家，但第 4 名与第 5 名之间规模相差明显，达 153 亿元。前十名最低为 524 亿元，亦明显高于 11 名的 490 亿元。前 5 家公司合计规模为 6518 亿元，占总额 19336 亿元的 33.7%，较上季度上升 0.5 个百分点；前 10 家公司规模为 9880 亿元，占比 51%。其中，华夏基金以 1980 亿元遥遥领先于第二名嘉实基金，后者规模是 1375 亿元，随后三名分别是博时、南方和易方达，规模依次是 1257 亿、1029 亿和 876 亿；前 5 名虽然没有变化，但是次序及规模变动剧烈，其中易方达与博时相比退步明显，排名均下降一位。后 5 家基金公司规模已经下降至 21 亿以下，合计共 83 亿，与上季度整体持平，占比仅 0.43%，亦轻微下降。列后五位的分别是新世纪基金、摩根士丹利华鑫、浦银安盛、金鹰基金和中欧基金，除金鹰及浦银安盛外，其余 3 只净值规模均有所下降。

表 3：4 季末基金公司规模前 5 名及后 5 名

前 5 名		后 5 名	
公司名称	总资产净值（亿元）	公司名称	总资产净值（亿元）
华夏基金	1980.2302	新世纪基金	10.1885
嘉实基金	1375.061	摩根士丹利华鑫基金	16.5668
博时基金	1257.4462	浦银安盛基金	16.685
南方基金	1029.3646	金鹰基金	18.8676
易方达基金	876.3312	中欧基金	20.9276
合计	6518		83

数据来源：国信证券经济研究所，Wind 资讯

图 4：4 季末前 10 位基金公司规模占比



资料来源：国信证券经济研究所；注：含未披露 4 季报的基金。

在反弹行情以及债市的火爆行情中表现较佳的基金公司以及凭借品牌及渠道优势且发行占优的基金在 4 季度中规模增长明显。其中工银瑞信与嘉实表现抢眼。

表 4：4 季度管理规模增长率前 5 名及后 5 名

前 5 名		后 5 名	
公司名称	净资产增长率	公司名称	净资产增长率
工银瑞信基金	71.31%	友邦华泰基金	-20.01%
万家基金	45.73%	上投摩根基金	-16.47%
建信基金	39.98%	景顺长城基金	-15.29%
嘉实基金	30.28%	中邮创业基金	-14.75%
银华基金	28.61%	兴业全球基金	-12.58%

数据来源：国信证券经济研究所；Wind 资讯

经营业绩

偏股型基金跌幅收窄，债券型基金喜获丰收

4 季度 A 股市场先抑后扬，10 月份受美国次贷危机拖累出现加速下跌，极大地损伤了投资者信心，但随后遍及全球的救市措施形成支撑，A 股自 11 月初即开始了筑底反弹走势，然而 4 季度上证指数环比仍下跌了 20.62%，跌幅超过 2 季度 4 个多百分点，沪深 300 环比也下跌了 19%，跌幅与二季度持平。由于量能环比萎缩了一半，因此技术上已经呈现出下跌缩量的良好势头。

4 季度基金整体业绩继续下滑，亏损额达 2481.84 亿元，环比增加 18%；剔除公允价值变动损益后仍亏 1423.24 亿元，环比减少 48%，结合 3 季度末基金重仓股加权平均跌幅为 16.7%分析，表明 4 季度基金虽然进行了积极调仓操作，但账面损失较上一季度更为严重；其次，基金总体资产净值为 19473 亿元，较上季度的 18558 亿元增加 915 亿元，资产增加幅度近 5%，其原因我们已在月初月报中提及，是货币基金为主的低风险类型得到净申购和新发基金导致。

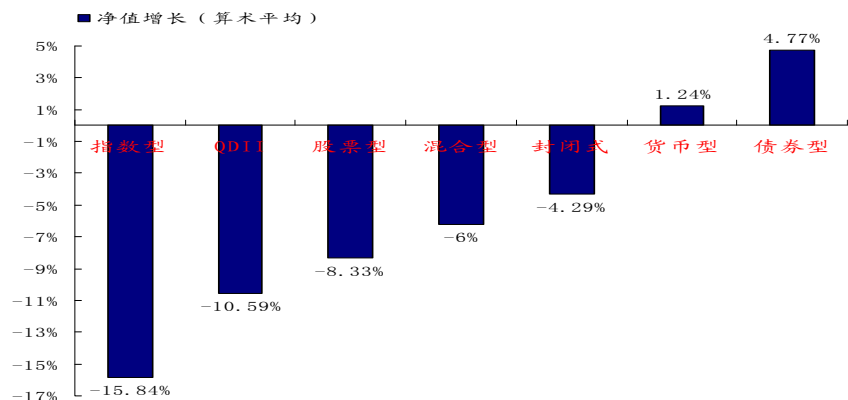
表 5: 4 季度各类基金的市场表现

	指数型	QDII	股票型	混合型	所有基金	货币型	债券型
净值增长(加权平均)	-15.84%	-10.59%	-8.33%	-6.21%	-4.29%	1.24%	4.77%
净值增长为正(数量)	0 只	0 只	25 只	12 只	175 只	51	82 只
净值增长为负(数量)	20 只	9 只	183 只	113 只	298 只	0	2 只

资料来源: 国信证券经济研究所; 注: 表中净值增长为正(数量)是指复权净值增长为正的基金数量; 债券型 A、B、C 分开计算

令人欣慰的是, A 股基金净值缩水幅度远小于股指跌幅, 整体算术平均复权净值收益率(以下收益率类型相同)为-4.3%, 较 2 季度少 2 个多百分点。其中, 296 只偏股型基金出现负增长, 近 40 只基金取得正收益, 其中调仓力度较大、对中小板和主题型公司增持的部分基金表现较好; 指数型基金平均亏损 15.84%, 跌幅最大, 表明被动型投资在市场单边下趋势中仍无法超出主动型基金的平均表现。随后的 9 只 QDII 基金平均跌幅为 10.6%, 连续 2 个季度列跌幅第二位, 美国次贷危机继续恶化导致全球股市暴跌是主因; 随后分别是股票型基金, 平均下跌 8.33%, 混合型基金平均下跌 6.21%, 跌幅均收窄, 且低于股指下跌幅度。取得正收益的是低风险型的债券型基金和货币市场型基金, 二者收益率分别为 4.77% 和 1.24%。

图 5: 4 季度各类基金收益对比



资料来源: 国信证券经济研究所

基金选股选时能力优势胜出, 单纯减仓机会成本增大

正如我们在去年 10 月份的四季度基金投资策略报告中预计: 4 季度市场系统风险将大幅降低, 而基金投研实力比拼将成为主动型基金绩效优劣的主要形式。

首先, 从表 5 数据可知, 股票型和混合型基金平均 6%-8% 的亏损幅度已经远低于 A 股指数跌幅逾 10 个百分点, 而偏股型基金中季度收益率列前 4 位的均为 08 年 6 月前就已经成立, 并已经基本结束建仓期的基金; 其次, 上述基金 4 季度末持股比例均超过了 60%, 主动增仓股票, 且符合市场反弹主题的投资风格使之获利丰厚, 前 3 名基金收益率均超过 10%, 具体为天治创新先锋、金鹰中小盘精选和嘉实研究精选, 收益率分别为 16.2%、11.1% 和 10.3%, 远超过同期低风险基金和低股票仓位的其他基金类型。

表 6: 偏股型基金 4 季度收益前 5 名及持仓明细

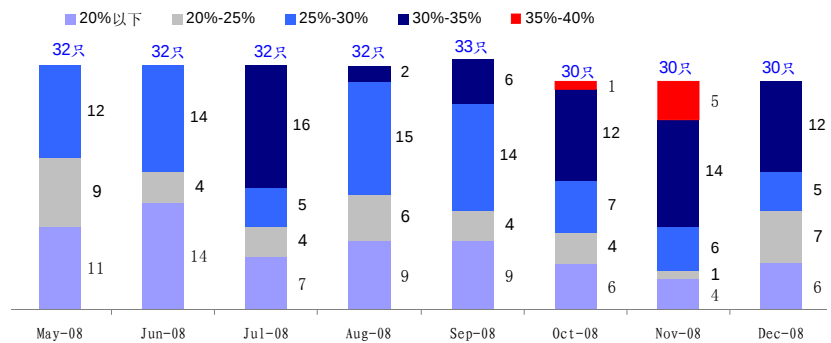
基金名称	季度收益率	4 季度末持股比例
天治创新先锋	16.2%	69.4%
金鹰中小盘精选	11.1%	61.1%
嘉实研究精选	10.3%	77.8%
易方达中小盘	5.4%	62.4%
银河收益	5.3%	4.45%

资料来源: 国信证券经济研究所

封闭式基金估值优势凸显, 持股比例稳定明确风险敞口

封闭式基金在第 3 季度随股市疲弱再度低迷后, 其折价率呈逐步攀升态势, 而随着市场筑底反弹, 在其净值下跌空间逐步收窄和到期日临近, 封基估值优势也随之显现, 因此 4 季度末封基价格涨幅超出净值 4 个多百分点, 已经没有折价率 35% 以上的基金。

图 6: 2008 年 5-12 月国内封闭式基金折价率分布



资料来源: 国信证券经济研究所; 注: 统计值中已剔除国投瑞银瑞福进取基金

我们在 1 月初推出的封基价值投资报告中曾经提到, 封基股票持仓构成其风险资产部分, 其估值优势的安全性取决于该风险资产比例是否稳定, 而 4 季度报告披露后, 我们发现封基整体股票持仓比例几乎没有变动, 加权平均持仓仍然维持在 64%-65% 之间, 因此封基投资者仍可以原有估值标准判断其实际价值, 对于寻求稳定收益的长线资金, 仍然建议积极增持。

表 7: 现存封闭式基金 2008Q4 资产组合

资产科目	市值(万元)	占总值比	占净值比
股票	4508631.089	64.14%	64.86%
债券	1885866.922	26.83%	27.13%
权证	1978.1745	0.03%	0.03%
现金	578358.6785	8.23%	8.32%
其他资产	57001.6782	0.81%	0.82%
资产净值	6951468.152	98.88%	100%
资产总值	7029858.368	100%	101.13%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 8：4 季度封闭式基金持股比例变动前 5 名、后 5 名

前 5 名		后 5 名	
基金名称	季度持股变动率	基金名称	季度持股变动率
基金丰和	18.01%	基金鸿阳	-27.95%
基金金鑫	17.42%	基金久嘉	-22.54%
基金安顺	13.37%	基金汉盛	-10.69%
基金普惠	11.92%	基金泰和	-8.78%
基金天元	7.55%	基金开元	-7.57%

数据来源：国信证券经济研究所

表 9：4 季度封闭式基金价格增长率前 5 名、后 5 名

前 5 名		后 5 名	
基金名称	价格增长率	基金名称	价格增长率
基金金盛	5.09%	国投瑞银瑞福进取	-38.3%
基金科瑞	3.28%	基金泰和	-17.83%
基金裕阳	0.20%	基金兴和	-16.85%
基金汉盛	-1.91%	基金金泰	-15.04%
基金普惠	-2.7%	基金同益	-14.88%

数据来源：国信证券经济研究所

表 10：封闭式基金 4 季度整体情况

	08年12月	08年11月	08年10月
封闭式基金算术平均市场价格涨跌幅度	7.64%	3.28%	-18.13%
大盘封闭式基金算术平均市场价格涨幅	7.78%	3.18%	-18.34%
中小盘封闭式基金算术平均市场价格涨幅	9.35%	4.74%	-15.07%
封闭式基金加权平均市场价格涨幅	7.35%	3.46%	-18.46%
大盘封闭式基金加权平均市场价格涨幅	7.51%	3.44%	-18.51%
中小盘封闭式基金加权平均市场价格涨幅	9.35%	4.74%	-15.07%
封闭式基金算术平均净值增长率	2.64%	7.60%	-15.99%
大盘封闭式基金算术平均净值增长率	2.61%	7.64%	-16.08%
中小盘封闭式基金算术平均净值增长率	3.31%	7.08%	-14.61%
封闭式基金加权平均净值增长率	2.80%	7.60%	-16.09%
大盘封闭式基金加权平均净值增长率	2.81%	7.60%	-16.11%
中小盘封闭式基金加权平均净值增长率	3.31%	7.08%	-14.61%
封闭式基金算术平均折价率	22.78%	26.38%	22.75%
大盘封闭式基金算术平均折价率	24.24%	27.05%	23.30%
中小盘封闭式基金算术平均折价率	11.78%	16.63%	14.76%
封闭式基金加权平均折价率	23.19%	26.14%	22.54%
大盘封闭式基金加权平均折价率	23.87%	26.26%	22.64%
中小盘封闭式基金加权平均折价率	11.78%	16.63%	14.76%

资料来源：国信证券经济研究所

封基已实现收益大幅缩水，仅 7 只满足分红条件

结合 3、4 二个季度封闭式基金扣除公允价值变动损失后利润分析，2008 年封闭式基金可实施分红的基金所剩无几，符合我们前期对封基分红行情交易性机会有限的判断，原因首先是在市场连续 2 个季度的累计下跌 36%后，封闭式基金 08 年中期已实现收益部分已经大幅缩水了近 70%，能在全年实现正收益的封基只有 9 只；其次，预分红的基金年末净值应在面值（人民币 1 元）以上，而截至 2008 年 12 月 31 日净值 1 元以上的封基仅余 10 只。因此，同时满足上述 2 个条件的封基仅有 7 只，分别是基金汉盛、基金安信、基金景宏、基金裕阳、基金汉兴、基金通乾和基金安顺，理论份额分红分别为 0.3696 元、0.2358 元、0.2298 元、0.2216 元、0.1832 元、0.0846 元和 0.0812 元。

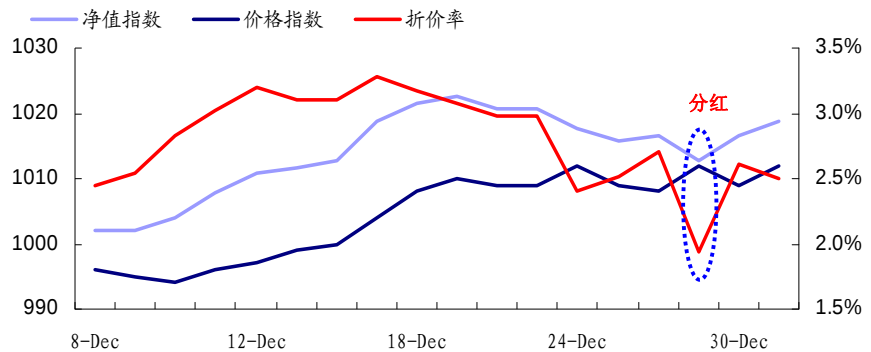
表 11：08 年封闭式基金理论分红明细（单位：元）

基金名称	基金份额（亿份）	年末净值	中期可分收益	08年实现收益	预期分红	理论分红	到期日
基金汉盛	20	1.4062	0.7004	0.3696	0.4062	0.3696	2014-05-09
基金安信	20	1.2799	0.5707	0.2358	0.2799	0.2358	2013-06-22
基金景宏	20	1.2298	0.4928	0.2458	0.2298	0.2298	2014-05-05
基金裕阳	20	1.2216	0.5173	0.4547	0.2216	0.2216	2013-07-25
基金汉兴	30	1.1832	0.2796	0.2587	0.1832	0.1832	2014-12-30
基金安顺	30	1.0919	0.3354	0.0812	0.0919	0.0812	2014-06-14
基金通乾	20	1.0846	0.3723	0.1621	0.0846	0.0846	2016-08-28

资料来源：国信证券经济研究所；注：08 年实现收益=3-4 季度扣除公允价值变动损益后利润+中期可分配收益，具体数据以基金年度报告为主

创新型债券封闭式基金出山，封基发展窘境有望改观

随着富国基金公司旗下富国天丰强化收益债券型基金于 12 月 8 日在深交所上市交易，债券型封闭式基金在国内正式登场，事实上，国外成熟市场近年来该类封基已经占主要地位，以美国市场为例，截至 2007 年 5 月，美国债券型封闭式基金基金的数量占到 70%，规模占到 59%。

图 7：富国天丰强化收益基金 12 月折价率变动情况


资料来源：国信证券经济研究所

在产品设计上，富国天丰基金有每月定期分红规定，该基金招募说明书注明，在基金合同生效六个月以后，若满足分红条件，每月将可分配收益的 50%以上用于分红，且每年基金收益分配比例不低于可分配收益的 90%。这一方面能为投资人提供稳定的现金流，一方面也有利于消除二级市场折价。

从实际表现看，尽管在上市交易后的近一个月内该基金仍存在折价率超过 3%的情形，但随着月末分红 0.04 元/10 份条款的实施，实质起到了消除折价的效果。

事实上，监管层也注意到了应该同步发展开放式和封闭式基金，两条腿走路更有利于推进我国基金业的稳健发展，为此中国证监会基金部在 2008 年 12 月中旬制定并下发了《证券投资基金产品创新鼓励措施》，其中明确鼓励基金产品创新。对于有重大创新的基金产品，证监会将根据产品的具体情况，确定适当的保护期，在一定期限内不接受其他公司提交相同的基金募集申请。结合上文成熟市场发展模式，国内封闭式基金通过品种创新仍能得到较大的发展。

逾 2/3 的基金在 4 季度表现强于“基金业绩比较基准”。

事实上，衡量基金投资管理能力的是与“业绩比较基准”之间的对比。据统计，在有业绩比较基准的 355 只基金中，只有 262 只基金跑赢基准收益，占比为 73.8%，较 3 季度的 36.8% 提高了 37 个百分点，表明超过三分之二的基金获取超额收益能力已经大为改善，表明在结构性行情背景下，众多基金管理人能充分利用自身投研优势为基金持有人赚取超额收益。4 季度超出基准比较收益列前 5 位的分别是：金鹰中小盘精选、天治创新先锋、嘉实研究精选、信诚盛世蓝筹和国泰金鹰增长，它们超出比较基准都在 20% 以上，而且前三位净值收益率同时列所有基金前三，其优异的绩效得到充分表现。

表 12：4 季度净值超越业绩基准增长率前 5 名

前 5 名		后 5 名	
基金名称	超越基准增长率	基金名称	超越基准增长率
金鹰中小盘精选	34.43%	大成蓝筹稳健	-67.09%
天治创新先锋	30.06%	华安宝利配置	-52.48%
嘉实研究精选	28.13%	工银瑞信全球配置	-21.91%
信诚盛世蓝筹	21.81%	上投摩根亚太优势	-21.03%
国泰金鹰增长	20.81%	长城安心回报	-15.47%

数据来源：国信证券经济研究所

基金资产配置

4 季度偏股型基金继续小幅增仓

与前 3 个季度不同，仅从基金 4 季报披露的数据看，各类型基金股票仓位大都略有上升，算术平均增仓幅度为 0.67%。

从季报数据看，全部基金股票仓位 4 季度为 66.72%，比 3 季度末的 66.04% 略增 0.68 个百分点。分类型看，偏股型基金持股比例均有上升，其中开放式股票型基金列首位，增加 1.5 个百分点；开放式指数型仓位变动最小，仅增 0.11 个百分点。

表 13：4 季度基金股票平均持仓变动表

基金类别	4 季度股票持仓比例	3 季度股票持仓比例	变动情况
全部基金（非货币）	52.34%	53.31%	-0.97%
偏股型基金	64.76%	63.41%	1.35%
开放式股票型基金	70.65%	69.16%	1.49%
开放式混合型基金	56.47%	55.37%	1.1%
开放式指数型基金	93.58%	93.47%	0.11%
开放式偏股型基金	64.8%	63.32%	1.48%
封闭式基金	64.42%	64.27%	0.15%
算术平均	66.72%	66.04%	0.67%

数据来源：国信证券经济研究所；Wind 资讯。

同样地，如同我们在前 3 季的基金季报深入分析报告中已经指出的：导致基金的股票持仓比例变动主要有 2 个因素：一是基金增减持股票，一是持股市值上升或下跌。

由于 4 季度沪深股市继续大幅下跌，仓位变化与基金持股市值“自然”减少仍存较大关系，因此，有必要对基金在此期间的股票资产和非股票资产变动情况作进一步的分析，以便判断出基金在 4 季度的仓位略升的主要原因是主动增仓或是

市值上涨所致。与前3个季度测算方式类似，我们认为，通过计算基金此期间的“净卖出（买入）值/期初净值总额 $\times 100\% = \Delta M$ ”就可知道其仓位变动情况。具体地：

$$\Delta M = \{M' - (M + D)\} / A \times 100\% \quad (1)$$

$M = A \times (1 - X)$ - 期初非股票资产

$M' = A' \times (1 - X')$ - 期末非股票资产

A - 期初净值总额

A' - 期末净值总额

X - 期初股票占总净值比例

X' - 期末股票占总净值比例

$D = \text{当期现金净流入} = (\text{新发行份额} + \text{当期中购份额} - \text{当期赎回份额}) \times \text{期末份额净值} - \text{当期已分红总额}$

上述公式(1)主要是通过计算基金当期净卖出股票金额占期初净值总额的比例 ΔM 后，从基金股票仓位变动比例中剔除 ΔM ，剩余比例就是持股市值上涨引起的基金仓位变动。例如，某类型基金仓位增加10%， ΔM 为5%，即基金净卖出了5%，则表明该类基金实际减仓5%，持股市值增加了15%；反之，如果 ΔM 为-5%，即基金净买入了5%，则该类基金实际增仓5%，市值上涨贡献率为5%。

下面，依据公式(1)分别计算出开放式偏股型、开放式股票型、开放式混合型和封闭式基金在4季度净卖出股票金额占期初净值总额的比例。

表 14：4 季度偏股型基金净卖出股票与仓位关系

基金类别	ΔM (1)	股票持仓变动 (2)	持股市值引起变动 (1) + (2)
开放式偏股型基金	-1.55%	1.48%	-0.07%
开放式股票型基金	-0.95%	1.49%	0.54%
开放式混合型基金	-1.99%	1.1%	-0.89%
封闭式基金	-2.68%	0.15%	-2.53%

数据来源：国信证券经济研究所

通过表 11 可知，4 季度期间，所有偏股型基金均有增持行为，在股指下跌近 20% 背景下上述基金仓位增加表明受持股市值上涨影响较大，尽管幅度不大，但是基金持股品种表现远优于股指。结合我们 1 月份基金月报的统计分析结果，可以判断出基金在 11 月以来反弹中大幅调仓，在减持沪深 300 成分股同时重点增持了中小盘和主题型股票。

与上 2 个季度相同，尽管我们的国信基金净卖出（买入）值计算模型中在 D 值中取“期末份额净值”作为参数，可能略微影响到当期现金净流入（或流出）量，但是我们的基本结论仍然与前 3 季度一致：**除封闭式基金 1 季度被动减持应对分红外，偏股型基金在前 3 个季度中基本未减持股票，今年以来沪深股市大幅下跌的动力均不来自基金！**

同样地，我们没有对 08 年大幅卖出股票的其他投资群体进行定量分析，而从定性角度看，市场一直非议的限售流通股部分当期卖出金额也远远小于同期近 5 万亿美元的流通市值损失，市场下跌动力值得进一步分析。

基金大幅减持原有重仓股，增持主题型行业和公司

从行业方面看，偏股型基金 4 季度进行了大幅调仓动作，对前期重点持仓的强周期行业减持较为坚决，减持前五大行业分别是：“交通运输、仓储业”、“采掘业”、“金融、保险业”、“金属、非金属”和“石油、化学、塑胶、塑料”，减持幅度分别为-2.13%、-2%、-1.56%、-1.07%和-0.62%，上述行业 4 季度二级市场平均下跌幅度为 24.7%，明显大于股指跌幅，其中 3 个行业“采掘业”、“金属、非金属”和“石油、化学、塑胶、塑料”跌幅更是高达 30%以上；

反之，对 4 万亿投资计划的主要行业及弱周期行业增持明显，增持的前五大行业分别是“机械、设备、仪表”、“制造业”、“医药、生物制品”、“房地产业”、“建筑业”，其中“机械、设备、仪表”、“医药、生物制品”和“建筑业”已经连续 2 个季度列增持前 5 位，前二者 4 季度增持幅度较大，分别为 2.38%和 2.23%，“建筑业”期间涨幅高达 44.85%，尽显主题型投资风采。

表 15: 基金持仓行业 4 季度变动情况

行业名称	行业持仓变动	相对行业标准配置	市值增长率
机械、设备、仪表	2.38%	0.3%	-3.01%
制造业	2.23%	-0.06%	-21.17%
医药、生物制品	1.99%	1.15%	-10.32%
房地产业	1.19%	0.60%	-19.37%
建筑业	0.64%	0.36%	44.85%
电力、煤气及水的生产和供应业	0.46%	-3.32%	-11.26%
综合类	0.35%	-1.83%	-2.24%
信息技术业	0.35%	0.23%	-20.87%
传播与文化产业	0.23%	0.22%	-7.02%
社会服务业	0.17%	-0.46%	-12.41%
批发和零售贸易	0.12%	1.90%	-19.02%
农、林、牧、渔业	0.05%	-0.56%	-44.75%
木材、家具	0%	-0.04%	-41.97%
其他制造业	0%	-0.34%	-38.28%
纺织、服装、皮毛	-0.03%	-1.12%	4.91%
电子	-0.05%	-0.88%	-9.04%
食品、饮料	-0.1%	3.04%	-13.93%
造纸、印刷	-0.28%	-0.06%	-36.71%
石油、化学、塑胶、塑料	-0.62%	-0.03%	-37.64%
金属、非金属	-1.07%	-2.08%	-34.59%
金融、保险业	-1.56%	-2.10%	-14.14%
采掘业	-2%	1.70%	-32.81%
交通运输、仓储业	-2.13%	-0.24%	-4.31%

资料来源：国信证券经济研究所；Wind 资讯

从基金增仓股票看，新增个股首位的金风科技加上特变电工、东方电气凸显出主题型公司在基金投资组合中的重要位置，增持前 5 只股票为：中国平安、特变电工、万科 A、中国铁建和东方电气；而强周期类的地产、钢铁类个股减持明显。减持前 5 只股票为：招商银行、大秦铁路、中国神华、中信证券和贵州茅台，减持市值近 500 亿元。

表 16: 4 季度基金增持股票前 5 名、后 5 名

前 5 名		后 5 名	
股票名称	季度持仓变动(万股)	股票名称	季度持仓变动(万股)
万科 A	62370.04	武钢股份	-71623.24

中国平安	33672.50	宝钢股份	-45069.27
中国铁建	25424.41	招商银行	-38701.01
攀钢钢钒	21780.01	大秦铁路	-34186.23
特变电工	17217.91	中国石化	-32940.18

数据来源：国信证券经济研究所

表 17：4 季度基金新增股票前 10 名

股票名称	持股总量(万股)	持股占流通股比	持股市值占基金股票投资市值比
金风科技	7192.86	16.37%	0.2%
名流置业	5119.93	5.38%	0.02%
葛洲坝	4113.17	5.23%	0.04%
一致药业	3675.28	24.62%	0.07%
许继电气	2742.68	10.39%	0.04%
美克股份	2293.36	6.79%	0.01%
粤电力 A	2284.72	3.03%	0.02%
青松建化	2095.78	9.15%	0.02%
合加资源	1517.09	6.52%	0.02%
新兴铸管	1456.86	1.97%	0.01%

数据来源：国信证券经济研究所；Wind 资讯。

重仓前 20 名股票看，大多数股票排名并没有实质性的变化，招商银行、贵州茅台、中国平安、苏宁电器和浦发银行仍居前 5 位，但以招行为首的老牌重仓股持股总市值已大幅下降逾 40%，前 20 名市值平均减少了 17.2%，表明原有重仓股确实被大幅减持，与我们在 1 月份月报中的判断是一致的。

其次，中国石化、中国人寿、武钢股份、宝钢股份、和长江电力被剔除前 20 位，取而代之的是特变电工、中国铁建、海油工程、兴业银行和格力电器。

表 18：基金 4 季度重仓股前 20 名

股票名称	持有基金数	持股总市值(亿元)	总市值季度变动	持股市值占基金股票投资市值比
招商银行	156	299.99	-40.35%	3.25%
贵州茅台	108	223.32	-20.17%	2.42%
中国平安	119	180.55	-21.38%	1.96%
苏宁电器	83	175.31	-16.25%	1.90%
浦发银行	106	166.22	-7.78%	1.80%
中信证券	99	159.76	-4.39%	1.73%
万科 A	84	127.61	-13.44%	1.38%
盐湖钾肥	55	118.05	-18.35%	1.28%
特变电工	72	112.30	-1.39%	1.22%
中国铁建	80	89.87	-19.90%	0.97%
工商银行	56	85.57	-20.36%	0.93%
中国神华	50	79.92	-14.71%	0.87%
民生银行	41	73.00	-21.20%	0.79%
海油工程	56	70.38	-20.44%	0.76%
中国联通	36	66.02	-22.71%	0.72%
兴业银行	39	64.73	-21.36%	0.70%

中兴通讯	53	62.82	-15.76%	0.68%
大秦铁路	38	62.47	-12.27%	0.68%
格力电器	40	59.83	-9.42%	0.65%
泸州老窖	40	51.92	-20.68%	0.56%
算术平均值	71	116.4	-17.2%	1.26%

资料来源：国信证券经济研究所

基金经理观点

大部分基金经理认为后市结构性机会好于 2008 年

对于 4 季度市场的深幅下跌，大部分基金经理表示为金融危机转变为实体经济受冲击所致，尽管库存减值和产能过剩引致企业 4 季度业绩下滑成定局，但各国政府刺激经济的政策力度形成一致性，反周期的政策将对产能利用率和行业景气度产生正面刺激，而上述正负两方面的因素将在不同时段影响股市的表现。

其次，基金经理对主题型行业和确定性增长行业给予充分估值溢价大都表示认可，尤其一致的是：在央行下调利率空间有限、债市收益率不断降低后吸引力已经下降，2009 年股市的长期吸引力已经大为增加。

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 颀	银行业分析师 谈 煜	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456