

基本面朦胧 VS 政策持续，积极关注结构性投资机会

2008 年基金四季报投资策略分析

2009 年 2 月 12 日

基金研究组

闻群

010-66045601

wengq@txec.com

张琳琳

010-66045604

zhangll@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

● 2008 年四季报中基金对长期和短期市场的具体判断

在对长期市场发表明确观点的基金中，65%的基金持谨慎态度，35%的基金持乐观态度。与基金三季报的 11%相比，乐观程度有所提升。对短期市场发表明确观点的基金中，94%的基金认为短期市场仍将震荡，仅有 6%的基金认为短期市场可能会迎来一波反弹。与基金三季报相比没有太大的变化，维持市场将在经济下滑和政策资金及市场信心相互博弈的过程中震荡的观点。

● 基金认为影响 2009 年一季度市场的主要因素

影响市场的负面因素方面，国内经济形势的不明朗依然是让市场最为担忧的，另外全球经济增速放缓以及大小非解禁压力、投资者信心不足等都被市场理解为影响下阶段股票市场的主要负面因素。而日趋积极的财政政策和适度宽松的货币政策则受到了基金的高度关注。

● 2008 年四季报基金看好的投资主题

基金看好的投资主题主要可以归纳为以下四条主线：1. 顺应国家政策调控方向的投资；2. 寻找业绩增长稳定并且具有估值优势的个股和行业的投资机会；3. 受益于积极财政政策的基础设施建设和企业并购重组方面的投资机会；4. 保持对具有核心竞争力的制造业和受经济周期影响较小的内需消费类行业和个股的关注。

● 2008 年四季报中基金看好的行业投资机会

四季报中基金看好的前七大行业分别为：医药、金融、电气设备、房地产、建材、交通运输和银行。其中电气设备、建材和银行板块是基金新增的看好行业。此外，金融和房地产行业的看好程度有所提高。

在基金四季报第四节管理人报告中披露了报告期内基金的投资策略和业绩表现说明，这部分内容包括了基金对报告期内市场的运行情况的回顾、基金对后市的展望和投资机会的判断。基金作为专业的机构投资者，不仅具有较强的宏观经济分析能力和灵敏的市场判断能力，同时基金持股市值占全部 A 股流通市值比例近 20%，其对于股票市场的运行趋势和投资机会的判断将对市场影响较大，所以对基金投资策略的研究将有助于我们对市场有更好把握，同时我们也可以根据市场的实际运行情况选择投资策略相符的基金产品。以下我们汇总了 27 家基金管理公司旗下的 103 只积极偏股型基金的投资策略信息，相关结论供投资者参考。

一、2008 年四季度市场实际运行情况及影响因素分析

1.1 2008 年四季度市场运行情况回顾

2008 年四季度股指震荡下行，上证指数全季累计下跌 20.62%，深证综指下跌 9.89%，天相流通下跌 15.16%；成分指数上，上证 180 下跌 20.18%，深证成指下跌 14.2%，沪深 300 下跌 18.98%。从风格指数上看，小盘指数全季表现相对抗跌，跌幅仅为 7.73%，中盘指数跌 13.99%，大盘指数跌幅达 22.57%；特征指数上，绩优股、高 PE 股和高价股在同类可比指数中跌幅居前；33 个天相行业 5 涨 28 跌，其中电气设备行业表现出色，累计上涨 18.54%，医药、软件及服务、建筑、建材等行业也均逆市翻红，而石化和煤炭行业跌幅高达 30%以上，位列天相行业跌幅前两位，交通运输、钢铁等行业也均有较大的跌幅。

1.2 2008 年四季度影响市场因素分析

对于四季度股票市场的不良表现，基金认为国内经济加速恶化、全球经济形势不稳定和投资者信心不足是造成股指再度大幅下跌的主要因素。由于不断恶化的全球金融危机导致外部需求明显减弱，加上国内房地产市场持续低迷以及工业企业大量库存有待消化，4 季度中国经济增速出现快速下滑，虽然在此期间“保增长”政策出台的频度和力度不断加大，但是，即使是 4 万亿的巨额经济刺激计划也仅为市场带来 22%左右的反弹。我们收集了四季报中基金对于四季度股票市场下跌原因的相关阐述：在 103 只基金样本中，有 84 只基金认为国内经济形势不明朗是造成四季度市场下跌的主要原因，此外，全球主要经济体的增长速度明显回落和投资者信心不足等因素也被不少基金所提及，如图 1。

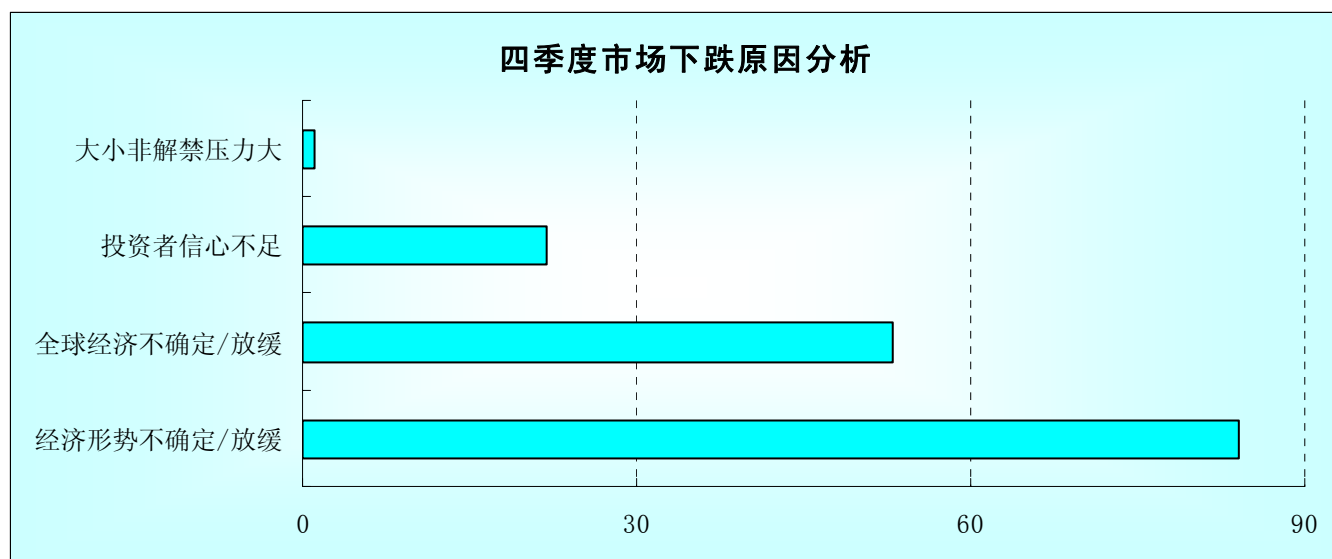


图 1：四季度市场下跌原因分析

二、四季度报中基金对长期和短期市场的判断

2.1 2008 年四季度报中基金对长期和短期市场的具体判断

在对长期市场发表明确观点的基金中，65%的基金持谨慎态度，35%的基金持乐观态度，没有基金对长期市场表示悲观。与基金三季报的 11%相比，乐观程度有所提升。在国内短期面临通货紧缩和经济下滑的双重压力下，经济刺激政策的潜在空间还很大。另外，经过 2008 年的深幅调整，市场的估值风险也得到了较大的释放，目前处于较为合理的估值区间。

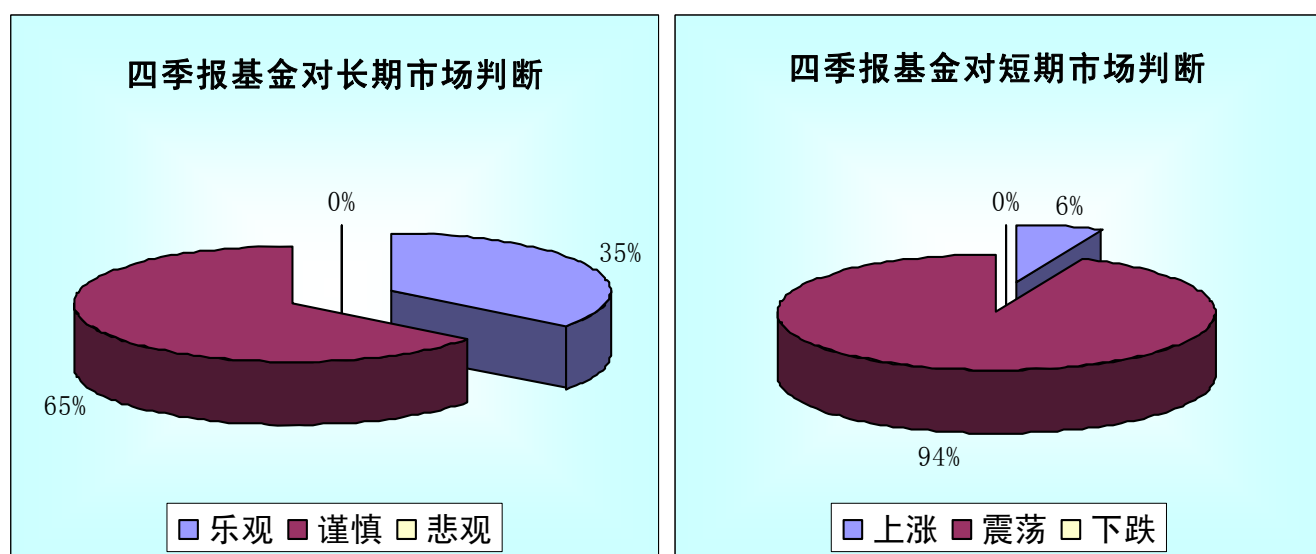


图 2：四季度报中基金对长期和短期市场判断

对短期市场发表明确观点的基金中，94%的基金认为短期市场将维持震荡态势，仅有 6%的基金认为短期市场可能会迎来一波反弹，没有基金认为短期市场将单边下跌。与基金三季报相比没有太大的变化，维持市场将在经济下滑和政策资金及市场信心相互博弈的过程中震荡的观点。尽管经济基本面在中短期仍然不支持市场完成一个从“熊”到“牛”的转换，但在经济探底和复苏的过程中，股票市场仍可能出现局部性和阶段性的“牛”市特征表现，不少基金表示积极关注市场震荡过程中不断涌现的结构性投资机会。

为了验证基金对后市判断的前瞻性，我们把季报中基金对后市的乐观程度分别与季末上证指数和季末积极投资可比偏股型基金的平均仓位作了对比（如图 3），结果表明它们呈显著的正相关关系。从最近几期的基金季报中可以看出，整体来看，基金对于市场的乐观程度在逐渐下降，同时上证指数也在震荡下行，积极投资可比偏股型基金的平均股票仓位也在逐季下调，说明大部分基金都意识到了系统性风险的存在，同时进行了仓位的调整。由此可见，积极关注基金季报中的策略信息将对下一阶段的投资有着较好的指导作用。

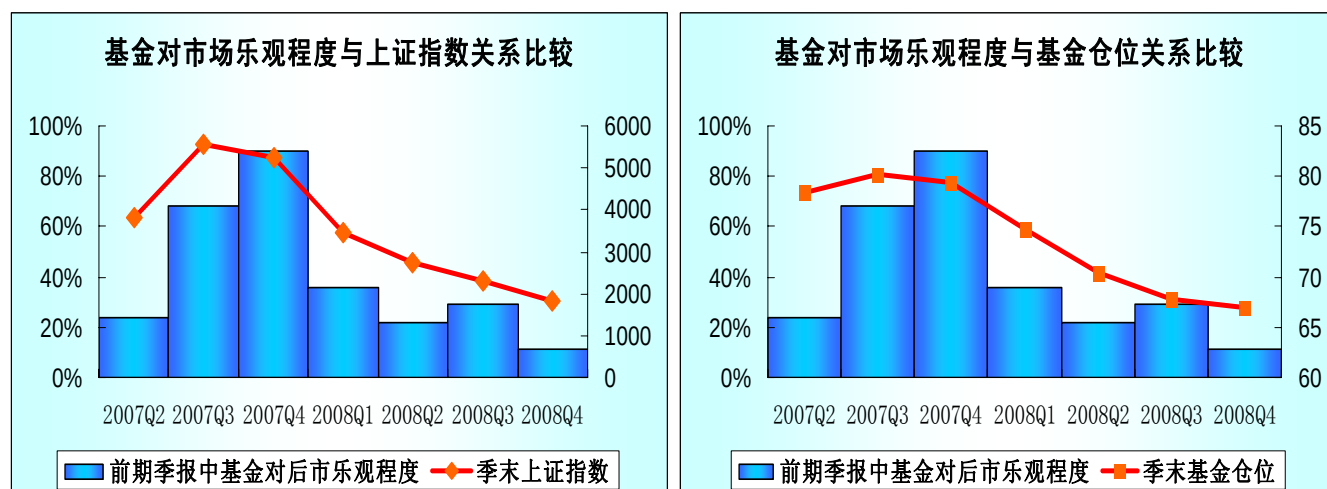


图 3：基金对市场乐观程度走势和积极可比偏股型基金仓位走势

2.2 基金认为将影响 2009 年一季度市场的主要因素

“基金对长期市场的乐观程度大幅提升，同时认为短期市场呈区间震荡格局”这一判断主要基于以下正、负两方面的因素。

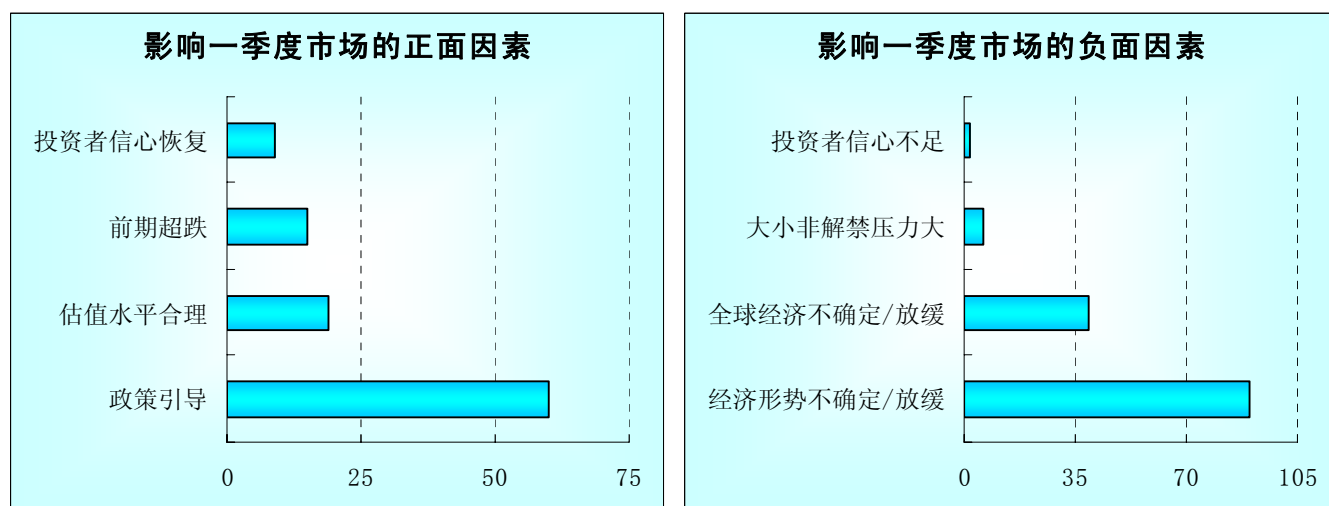


图 4：影响一季度股票市场的因素分析

与基金三季报相比，政策引导依然是基金认为对后市最具影响力的正面因素。在国内短期面临通货紧缩和经济下滑的双重压力下，经济刺激政策的潜在空间还很大。虽然以基础设施建设为主的经济刺激计划不能保证经济持续快速发展，但与积极的财政政策和适度宽松的货币政策相结合，应该能够在一定程度上有效缓解经济状况的恶化程度，国内投资者的信心将得以逐步恢复。此外，经过 2008 年的深幅调整，A 股市场已经逐步消化投资者对经济基本面的较差预期，市场的估值风险也得到了较大的释放，目前处于较为合理的估值区间，这一点也得到了不少基金的认同。

基金认为影响市场的负面因素，与三季报相比没有变化，国内经济形势的不明朗依然是让市场最为担忧的负面因素。政府投资固然会拉动一部分基建需求，延缓相关行业的下滑幅度，但是整体低迷的投资情绪并不会因一剂明显的强心针而有所改变。中国经济受出口增速下降及房地产市场调整的影响，产能过剩将在未来相当一段时间困扰中国企业，内需占比不足四成的中国经济难以完全承载如此巨大的生产能力，企业盈利还将继续下滑。此外，随着国际金融危机的进一步演化，全球的实体经济将出现进一步的萎缩，部分国家会出现通货紧缩，经济的寒冬将逐渐到来。恶劣的经济数据和悲观情绪笼罩下的全球经济前景不容乐观，全球经济的再平衡尚需较长过程。另外，大小非减持压力较大和投资者信心不足也被市场理解为影响 2009 年一季度股票市场的负面因素。

三、2008 年四季报基金看好的投资主题

3.1 2008 年四季报中基金看好的投资主题

2008 年四季报中基金看好的前八大投资主题分别为：政策引导、业绩稳定增长、估值优势、优势制造业、基础设施建设、成长性好、内需增长和外延式增长主题。

通过对基金看好的投资主题的归纳，我们可以把基金的投资思路归纳为四条主线：

1. 顺应国家政策调控方向的投资

不断恶化的全球金融危机导致外部需求明显减弱，与此同时，国内宏观经济出现快速下滑，在内忧外患的背景下，中央经济工作会议重申实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。基于严峻的经济形势无法迅速好转，预计未来国内政策将持续放松。在这样的背景下，那些顺应国家政策调控方向的投资有望迎来不菲的回报。

2. 寻找业绩增长稳定并且具有估值优势的个股和行业的投资机会

经过 2008 年的深幅调整，A 股市场已经逐步消化投资者对经济基本面的较差预期，市场的估值风险也得到了较大的释放，目前处于较为合理的估值区间。在当前的市场环境下，那些具有核心竞争力，特别是具有逆周期经营能力和周期把握能力的企业将成为长期中真正的胜者。四季报中很多基金认为业绩增长前景清晰并且估值相对合理的个股和行业的投资机会在后市值得关注。

3. 受益于积极财政政策的基础设施建设和企业并购重组方面的投资机会

受益于国家经济刺激政策的基础设施建设类相关行业四季度均有较好的业绩表现，这在一定程度上验证了三季报中基金看好投资主题的前瞻性，随着 4 万亿投资计划的逐步落实和政策效果的逐步显现，国家对基础建设的投入还将加大。此外，企业并购重组是四季报中基金新增看好的投资方向，后市可积极关注。

4. 保持对具有核心竞争力的制造业和受经济周期影响较小的内需消费类行业和个股的关注。

在政府政策着力于经济转型背景下，政府对优势制造业的扶持将逐步落实，以盈利增长性高的铁路设备和电网设备为代表的领域值得重点挖掘。此外，我国目前正处于经济周期的下行阶段，在这样的环境中，我们要规避受经济周期影响比较大的个股和行业，而内需增长和消费服务类行业和个股由于受经济周期波动影响较小，在当前的经济背景下可给予较多的关注。

3.2 下阶段我们需重点关注的投资主题

与基金三季报相比，政策引导依然是基金最为看好的投资主题，成长性好和外延式增长是新增看好的投资主题，受益于国家 4 万亿投资拉动的基础设施建设主题被基金看好的程度有所提高。与

我们前期的分析思路相同，我们依然建议投资者关注基金新增的和看好程度有所提高的投资主题，主要包括成长性好、外延式增长（企业并购重组）和基础设施建设的个股和行业的投资机会。同时，继续保持对受益于国家政策调控方向以及业绩稳定增长并且具有估值优势的行业和个股的投资机会的关注。

表 1：2008 年四季度中基金主要看好的投资主题

2008 年基金四季报		2008 年基金三季报	2008 年基金二季报
看好主题	看好程度		
政策引导	＝	政策引导	消费服务类
业绩稳定增长	＝	业绩稳定增长	业绩稳定增长
估值优势	＝	估值优势	抗通胀/抗周期
优势制造业	＝	优势制造业	环保/新能源/节能减排
基础设施建设	↑	抗周期/抗通胀	资源类行业
成长性好	★	消费服务类	估值优势
内需增长	＝	内需增长	成长性好
外延式增长	★	基础设施建设	政策引导

注：“＝”表示排名持平；“↑”表排名上升；“↓”表排名下降；“★”表新增投资主题。

四、2008 年四季度报基金的行业投资策略

4.1 2008 年三季报基金看好行业投资机会回顾

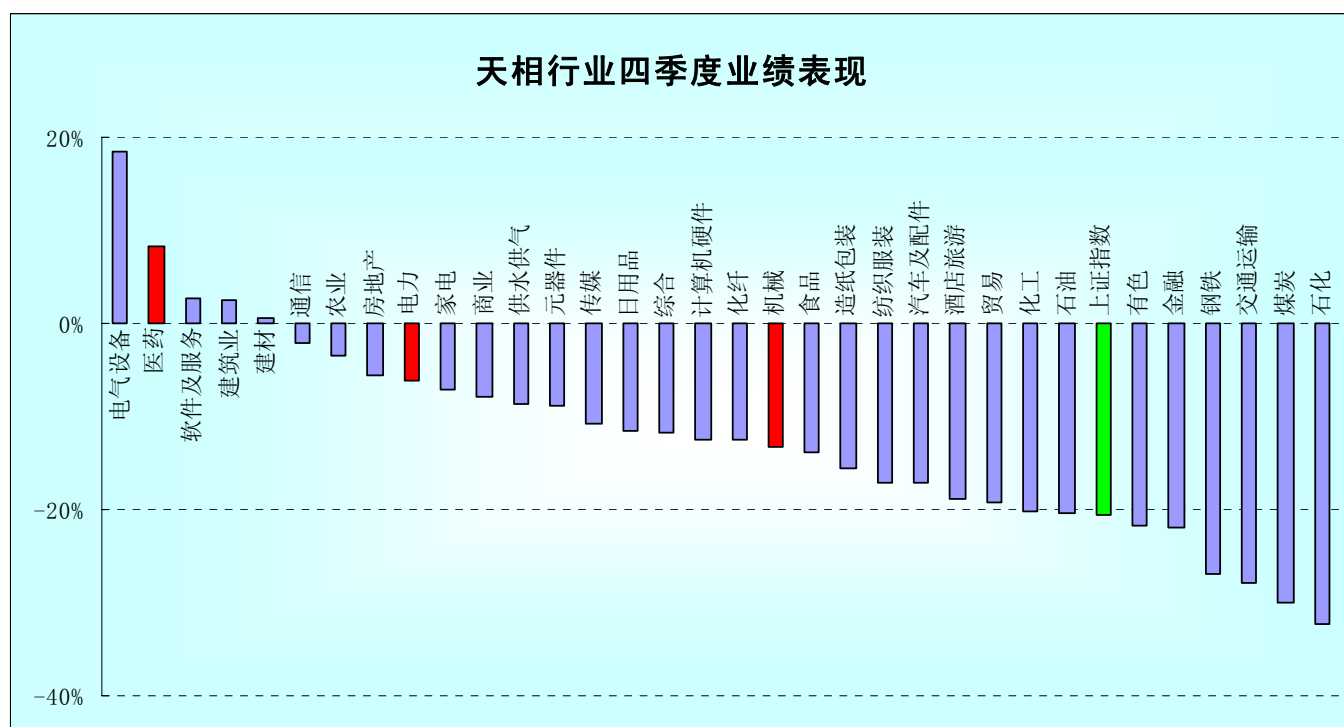


图 5：天相行业四季度业绩表现



2008 年四季度除电气设备等少数几个行业翻红外，其余行业全部下跌，石化和煤炭行业跌幅均在 30%以上，上证指数全季下跌 20.62%，而基金三季报中新增的看好行业——电力和机械行业表现较好，跌幅分别为 6.11% 和 13.29%，尤其是看好程度持续靠前的医药行业表现最为出色，累计上涨 8.18%，超越上证指数近 30 个百分点。在前几期的基金季报分析中我们也多次发现基金新增的看好行业在后市有望表现不错，此次再度印证了基金季报中行业判断的前瞻性。

从四季度基金实际的调仓方向来看，基金三季报中新增的看好行业——电力和机械，以及排名持续靠前的医药行业，在四季度基金纷纷减仓的情况下却有一定幅度的加仓，尤其是机械和医药行业，居行业仓位变动前两位，这一现象反映了基金对于新增看好行业和仓位的调整保持了较好的一致性（如表 2）。以上分析我们再度证明了基金新增的看好行业往往都是基金下一阶段积极建仓的行业，同时在后市中也有望表现出色，所以建议投资者积极关注基金策略分析季报中基金新增的看好行业的投资机会。

表 2：2008 年三季报和四季报行业持仓比例比较

行业名称	2008 年 4 季报		2008 年 3 季报		占比变动
	市值(亿元)	占净值比例(%)	市值(亿元)	占净值比例(%)	
机械、设备、仪表	991.56	8.37	892.26	6.68	1.69
医药、生物制品	611.67	5.16	496.89	3.72	1.44
房地产业	519.39	4.38	478.43	3.58	0.80
建筑业	250.19	2.11	230.75	1.73	0.38
电力、煤气、及水的生产和供应业	225.17	1.90	206.40	1.54	0.36
综合类	118.57	1.00	97.99	0.73	0.27
信息技术业	402.22	3.39	424.69	3.18	0.21
传播与文化产业	75.14	0.63	62.21	0.47	0.16
社会服务业	121.87	1.03	120.93	0.90	0.13
批发和零售贸易	566.12	4.78	635.75	4.76	0.02
农、林、牧、渔业	55.05	0.46	59.69	0.45	0.01
木材、家具	4.85	0.04	5.46	0.04	0.00
其他制造业	16.37	0.14	18.83	0.14	0.00
纺织、服装、皮毛	37.18	0.31	43.07	0.32	-0.01
电子	51.32	0.43	62.39	0.47	-0.04
食品、饮料	624.31	5.27	720.66	5.39	-0.12
造纸、印刷	40.92	0.35	75.93	0.57	-0.22
石油、化学、塑胶、塑料	411.36	3.47	538.58	4.03	-0.56
金属、非金属	466.69	3.94	631.15	4.72	-0.78
金融、保险业	1383.41	11.68	1729.94	12.94	-1.26
采掘业	635.80	5.37	915.17	6.85	-1.48
交通运输、仓储业	304.09	2.57	546.03	4.09	-1.52

注：蓝色底色行业表示基金三季报中新增的看好行业



4.2 2008 年四季度中基金看好的行业投资机会

行业投资方面，四季度中基金看好的前七大行业分别为：医药、金融、电气设备、房地产、建材、交通运输和银行。其中电气设备、建材和银行板块是基金新增的看好行业。此外，金融和房地产行业的看好程度有所提高，如表 3。

我们建议投资者积极关注新增看好的电气设备、建材和银行板块的投资机会，同时关注排名持续靠前的医药和看好程度有所提升的金融和房地产行业的投资机会。

表 3：2008 年四季度中基金看好行业排名

2008 年四季度		2008 年三季度	09 年一季度以来涨幅 (截止日期：2009 年 2 月 6 日)
看好行业	看好程度		
医药	■	医药	14.84
金融	↑	交通运输	27.45
电气设备	★	农业	16.59
房地产	↑	金融	27.48
建材	★	食品	29.36
交通运输	↓	房地产	24.89
银行	★	商业	24.62

注：“■”表示排名持平；“↑”表排名上升；“↓”表排名下降；“★”表新增投资主题

五、结论及投资建议

根据以上对基金四季度中相关投资策略信息的汇总分析，我们可以得到以下结论：

(1) 与三季报相比，基金对于长期市场的乐观程度有所提高；基金对于短期市场的观点没有太大的变化，维持市场将在经济下滑和政策资金及市场信心相互博弈的过程中震荡的观点。另外，不少基金表示积极关注经济探底和复苏过程中的市场的结构性投资机会。

(2) 影响市场的负面因素方面，国内经济形势的不确定性依然是让市场最为担忧的，另外全球经济增长放缓以及大小非解禁压力、投资者信心不足等都被市场理解为影响下阶段股票市场的主要负面因素。而日趋积极的财政政策和适度宽松的货币政策则受到了基金的高度关注。

(3) 与基金三季报相比，政策引导依然是基金最为看好的投资主题，此外，成长性好和外延式增长是新增的投资主题。

(4) 基金三季报中看好的前九大行业分别为医药、金融、电气设备、房地产、建材、交通运输和银行。其中电气设备、建材和银行板块是基金新增的看好行业。此外，金融和房地产行业的看好程度有所提高。

根据以上结论，我们从基金投资策略的角度对投资者提供以下建议：

- (1) 建议投资者配置历史业绩表现良好、抗风险能力较强、操作灵活的基金品种；
- (2) 建议投资者关注于积极挖掘业绩稳定增长和顺应政策调控方向的相关行业的基金；
- (3) 建议投资者关注重配受益于积极财政政策的基础设施建设和新增看好的企业并购重组方面行业和个股的基金。

附表一：基金对长期市场看法

观点	基金样本及同业排名	今年以来净值增长率
乐观	博时特许 (4)、博时主题 (48)、华安优选 (134)、华安配置 (141)、华夏优增 (148) 方达成长 (150)	13.35%
谨慎	华夏行业 (39)、广发稳健 (54)、大成稳健 (56)、交银稳健 (66)、兴业趋势 (121) 景顺鼎益 (124)、中银中国 (152)、工银成长 (170)、华夏回报 (266)、添富蓝筹 (277) 华安核心	13.4%
悲观	无	—
未发表观点	基金裕阳、博时产业、长城久恒、基金裕隆、基金裕泽、博时增长、博时精选、博时新兴 长城消费、基金汉盛、富国天源、富国天瑞、富国天成、国富弹性、嘉实稳健、大成精选 东吴动力、基金汉兴、基金汉鼎、富国天益、富国天惠、富国天合、富国天博、工银价值 工银平衡、工银红利、工银蓝筹、光大量化、光大红利、基金安信、基金安顺、华安创新 华安宏利、华安成长、基金兴华、华夏策略、宝康配置、华宝增长、华宝成长、华夏成长 华夏精选、华夏红利、华夏增长、华夏蓝筹、基金丰和、添富优势、添富均衡、添富焦点 基金泰和、嘉实增长、嘉实服务、嘉实主题、嘉实策略、嘉实优质、嘉实精选、交银成长 方达精选、交银精选、交银蓝筹、景顺平衡、南方绩优、诺安股票、鹏华动力、上投成长 上投内需、上投优势、合丰成长、荷银预算、兴业全球、友邦盛世、兴业社会、方达策略 银华优质、中银策略、中银收益、易方达科翔、易方达科讯、上投阿尔法、方达中小盘 基金科汇、基金科瑞、方达价值、易方达平稳、中欧新趋势、兴业可转债、中银增长	11.79%

附表二：基金对短期市场看法

观点	基金样本及同业排名	今年以来净值增长率
上涨	方达价值 (6)、兴业社会 (17)	21.78%
震荡	华夏精选 (3)、华安宏利 (21)、光大红利 (37)、上投优势 (50)、大成稳健 (56) 交银稳健 (66)、博时新兴 (89)、银华优质 (95)、华夏成长 (114)、大成精选 (127) 中银策略 (129)、华安优选 (134)、方达中小盘 (145)、方达成长 (150)、工银成长 (170) 基金安信 (178)、华夏蓝筹 (182)、交银蓝筹 (185)、工银平衡 (198)、中银收益 (199) 博时精选 (202)、华安创新 (236)、上投阿尔法 (240)、嘉实稳健 (245)、长城久恒 (253) 景顺平衡 (265)、荷银预算 (270)、华夏策略、华安核心、工银蓝筹	12.02%
下跌	无	—
未发表观点	基金裕阳、博时产业、基金裕隆、基金裕泽、博时增长、博时主题、博时特许、长城消费 基金汉盛、富国天源、富国天瑞、富国天成、国富弹性、东吴动力、基金汉兴、基金汉鼎 富国天益、富国天惠、富国天合、富国天博、工银价值、工银红利、光大量化、广发稳健 基金安顺、华安配置、华安成长、基金兴华、华夏行业、宝康配置、华宝增长、华宝成长 华夏回报、华夏红利、华夏增长、华夏优增、基金丰和、添富优势、添富均衡、添富焦点 添富蓝筹、基金泰和、嘉实增长、嘉实服务、嘉实主题、嘉实策略、嘉实优质、嘉实精选 交银成长、方达精选、交银精选、景顺鼎益、南方绩优、诺安股票、鹏华动力、上投成长 上投内需、合丰成长、兴业全球、友邦盛世、中银中国、兴业趋势、方达策略、基金科汇 基金科瑞、易方达科翔、易方达科讯、易方达平稳、中欧新趋势、中银增长、兴业可转债	11.73%

注：1. 括号内的数字为该基金截至 2 月 6 日 09 年以来的净值增长率排名，同业排名的统计样本为 2008 年 4 季报可比 280 只积极投资股票型和混合型基金；

2. 今年以来净值增长率为加权平均值；截止日期为 2009 年 2 月 6 日。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦 2801 室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250002