



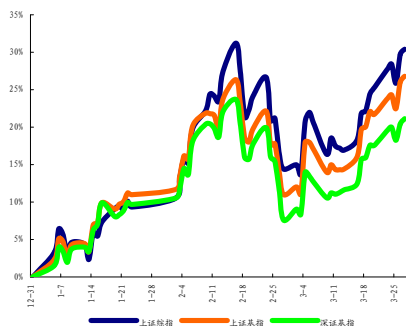
2009 年 3 月 30 日

流动性膨胀与偏弱的基本面，后市机会犹存

——2009 年二季度基金投资策略

分类基金 一季度平均收益

主动开放式股票型	22.87%
混合型	18.46%
封闭式	21.78%
开放式指数型	32.87%
债券型	0.59%
货币型	0.39%
总资产净值：约 2.01 万亿	
一季度上证综指涨幅：	29.54%



鲍松柏 金融工程分析师

+86 755 83199599-8240

baosb@cscsco.com.cn

分析师申明

本人，鲍松柏，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 当前 A 股整体估值水平约 18.4 倍，基本处于我们在年度策略中给出的经济下行的历史盈利估值区间 15-25 倍的中低位。政策方面，政府更意愿维持股市相对稳定的局面，当前股市仍处于相对安全的边际。
- 上市公司 5 年来加权平均业绩首次同比大幅下滑，平均净资产收益率下跌 4.11%，表明经济下行较为确定。外需难以在短期恢复，中央投资还处于实施阶段的初期，因而我们维持对二季度基本面偏弱格局的判断。美联储回购长期国债的举措使得美元中期贬值趋势明确，未来大宗商品价格再度高走致使成本推动型通胀发生的概率加大。
- 央行二季度仍有迫切的降息要求。资金充裕度将继续扩大，这对于债券市场仍将形成支撑。但另一方面，央行对未来 6 个月通胀水平表示警惕，这又使得市场对二季度是否降息存有疑虑。然而，债市收益率接近底部已成事实，这是对于债市的最大压制。然而保经济增长作为当前首要目标，央行将忍受一定的通胀水平。
- 由于流动性的充裕，二季度债市和股市都面临一定的机遇，股基和债基的发行表现了同步增长的局面。偏股型基金中指数基金平均涨幅最大，其次为主动开放式股票型和封闭式基金，混合型表现最弱。本轮上涨过程中主动配置型股票基金平均涨幅远小于被动指数型。
- 除到期日较短时净值与价格接近以外，封基的其他特征与价格和净值表现无明显联系。封闭式基金个体的二级市场价格具有相对独立性，更多的取决于基金份额的市场供求状况。
- 年初债市由于透支年前降息预期而重挫，受其影响下债基净值普遍下滑。由于货币宽松局面，以及股市强劲反弹使得部分债基的股票持仓部分拉动了净值的回升。
- 二季度的基金投资策略依赖于我们对股市和债市的判断，总体而言，二季度可继续持有抗通胀的资源类或政策受益类股票基金，若估值水平受资金因素作用而出现急速上涨，则考虑赎回基金。债券基金在降息预期下仍有空间，优先考虑股票持仓比重较高的增强型债基金。由于利息整体水平下降至历史较低水平，各券种的整体收益率下跌空间有限，降息后考虑赎回。
- 我们认为二季度前期将维持震荡向上的格局。在股市或债市各自的调整阶段，仍可投资货币市场型基金规避风险。

基金市场环境分析

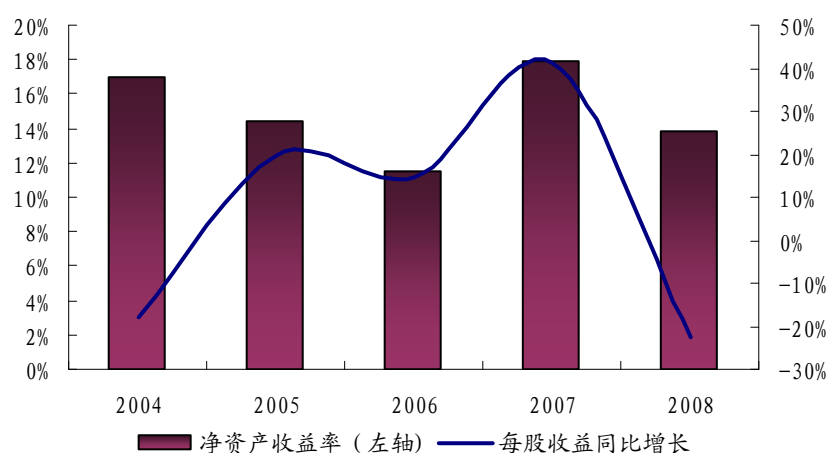
股市估值仍有空间 政策因素持续作用

一季度的前半段即 1 月份至 2 月中旬，股市强烈反弹，至此市场估值水平已急剧上升，在对上市公司 08 年年报预期较差以及外围市场持续下跌的氛围中，A 股两周剧挫 15%。伴随两会的召开，各项政策预期使股市企稳，十大行业振兴方案的提出，市场给予了正面回应。本月下旬，以大宗商品为首的资源类股票上涨带动市场继续上升。由于 08 年目前未披露完毕，我们剔除负值，以上年度三季报的 4/3 为盈利基准，则当前 A 股整体估值水平约 18.4 倍，基本处于我们在年度策略中给出的经济下行的历史盈利估值区间 15-25 倍的中低位。并且政府仍有宽松的货币政策和财政政策空间加以运用，在当前 IPO 和再融资仍未启动的情形下，政府更愿意维持股市相对稳定的局面。因此我们判断当前股市仍处于相对安全的边际。

基本面偏弱 流动性泛滥预期重燃

根据已公布年报的 531 家上市公司（除 ST 股），其扣除非经常损益的加权平均业绩同比下降幅度达到 22.5%，是近 5 年来首次同比下降，且幅度较大。该财务指标巨幅下滑是经济周期下行的重要信号，是反映当前基本面疲弱的重要数据。同时，净资产收益率绝对水平下跌 4.11%，表明上市公司整体盈利能力下降明显。中央四万亿投资和各行业振兴方案的实施可以延缓经济下行速度，对于改善当前基本面偏弱的局面起到一定的作用，但上述投资和计划的实施需要时间，单从二季度来说效果将不甚明显。同时欧美经济体仍处于救市阶段，经济还未明确企稳，二季度外需方面仍存不确定性。因此，二季度我们认为基本面将维持偏弱的格局。

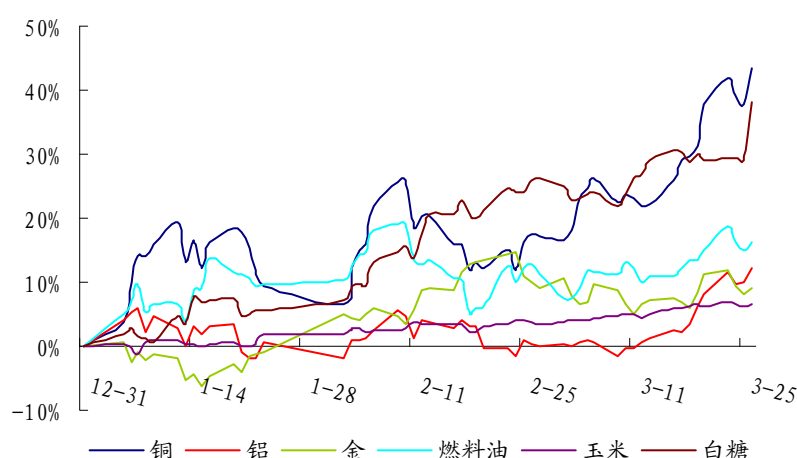
Figure 1 上市公司（非 ST）每股收益同比增长和加权净资产收益率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

需要单独指出的是，美联储本月 18 日回购长期国债的举措将无疑加大美元中期贬值的趋势。事实上，联邦基准利率已接近流动性陷阱区域，其直接降息的手段耗尽后，本次采取了强硬的公开市场业务方式购买国债使其本国救市达到直接效果，但同时这意味着美元贬值，将使全球再度陷入通胀危机之中。考察一季度，特别是近期大宗商品走势，便可发现当美元价值削弱后，未来大宗商品等工农业原材料价格面临强劲回升。二季度各国为维持本国储备资产价值或稳定出口，出现竞相贬值的风险加大。一旦出现这种情形，上述商品价格攀升至高位，则成本推动型通胀再度形成。但我们仍然相信美国政府将竭力阻止美元信用丧失，美元二季度也可能在各种举措下企稳，那么通胀水平仍可以维持在可承受的范围。

Figure 2 商品期货交易所各类商品的二季度到期合约价格一季度涨幅



资料来源：WIND、世纪证券研究所

债市处于货币放松与通胀预期压制的平衡状态

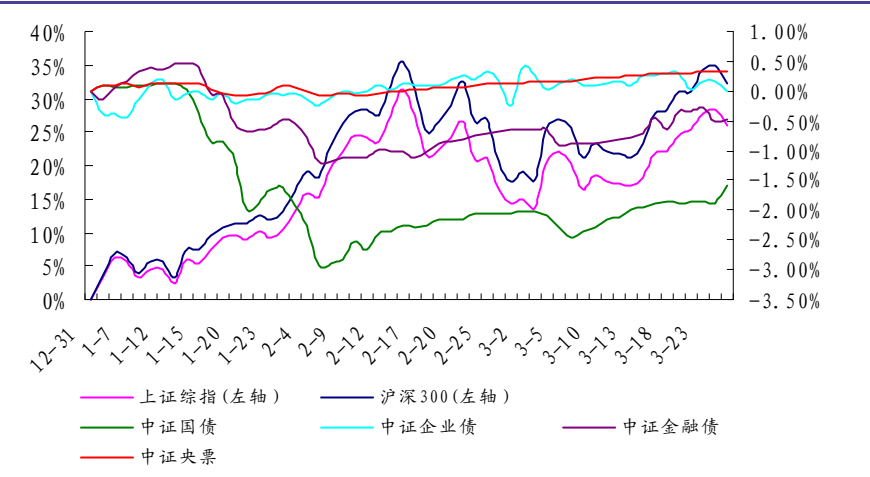
债券市场一季度与股市运行总体相反，由于本季度上半段股市强劲反弹，债市收益率随之上升致债市连续调整，随后在股市调整之际，债市回升。当前债券市场处于一种平衡状态，那就是为保经济增长的货币放松利于债市收益率的继续下行，而同时因未来通胀抬头预期，降息空间越发缩小，收益率绝对水平接近底部对债市构成压力。

09 年 8% 的经济增长目标需要消费总体水平提高，以及出口的稳定增长。上述两个指标的实现有赖于企业和居民收入水平的提高或债务成本的降低。目前全球经济仍处于下行阶段，外部需求低迷，单方面提高收入的难度较大。宏观调控能主动控制的是即降低企业运营和居民生活成本，部分手段如提高出口退税和增加消费信贷等措施能起到一定作用，然而最重要的是需要降低企业负债成本，这样能使企业主营收入不能立即增长的情况下，降低成本仍能有效打开盈利空间。参照欧美当前各类市场平均收益率，中国中长期债券和贷款收益率仍然偏高。中央和地方债的发行预计将维持较低的票面利率方能减少财政压力，各类公司债券和企业债，以及企业借贷资金也有同样需求以降低财务成本。因此我们认为央行在二季度仍有降息要求，资金充裕度将继续扩大，这对于债券市场仍将形成支撑。但另一方面，美联储此次回购国债的举动

加大了全球通胀抬头的风险,近期大宗商品和工业原料价格回升使得央行对未来 6 个月通胀水平表示警惕,这又使得市场对二季度是否降息存有疑虑。因此可以认为,即便降息,幅度也不会太大,债市收益率接近底部已成事实,这是对于债市的最大压制。

两权取其轻。我们认为,经济增长和就业稳定无疑是今年的首要目标,那么央行仍将在二季度降息,同时将忍受适度的通胀水平。本月末,成品油价格加价已经暗示了这种可能。那么在此预期下,债市仍有一定的上涨空间,目前的平衡状态将于二季度打破。

Figure 3 一季度各类市场指数涨跌幅



资料来源: WIND、世纪证券研究所

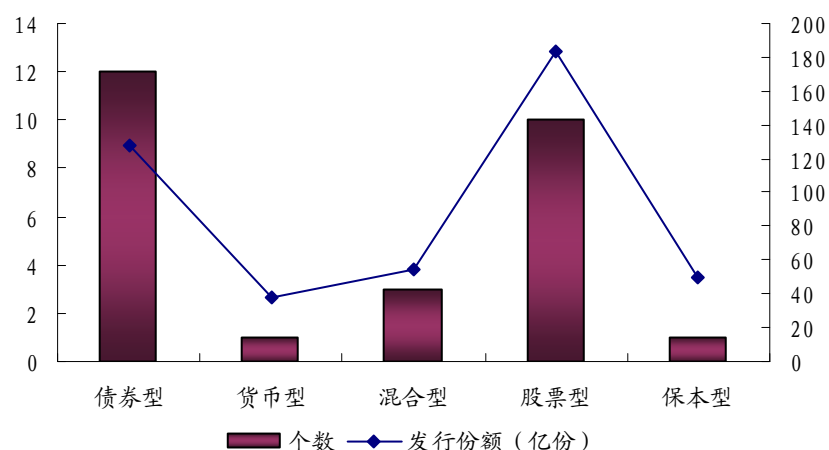
Figure 4 各期限国债收益率与美国国债收益率比较 (%) (3月25日)

期限	美国国债	中国国债
1Y	0.6	1.1807
2Y	0.96	1.4967
3Y	1.35	1.8142
4Y	1.84	2.3937
5Y	2.36	2.8555
6Y	2.81	3.3118

资料来源: WIND、世纪证券研究所

一季度成立了 27 只基金,其中债券型基金数量达 12 只为最多,其次为股票型基金 10 只;发行份额最多的是股票型为 183.8 亿份,债券型 127.8 亿份次之。由于股市行情回暖,和去年四季度相比,股票型基金成立数量和规模增多,但募集份额仍远小于 08 年同期规模。虽然债市去年四季度经历大幅上升,本年一季度有所停滞,但债基仍受机构资金追捧,其中仅三月份成立了 8 只。和我们对基金市场环境分析得出的观点一致,由于流动性的充裕,二季度债市和股市都面临一定的机遇,股基和债基的发行出现了同步增长的局面。

Figure 5 一季度成立的基金及其发行份额



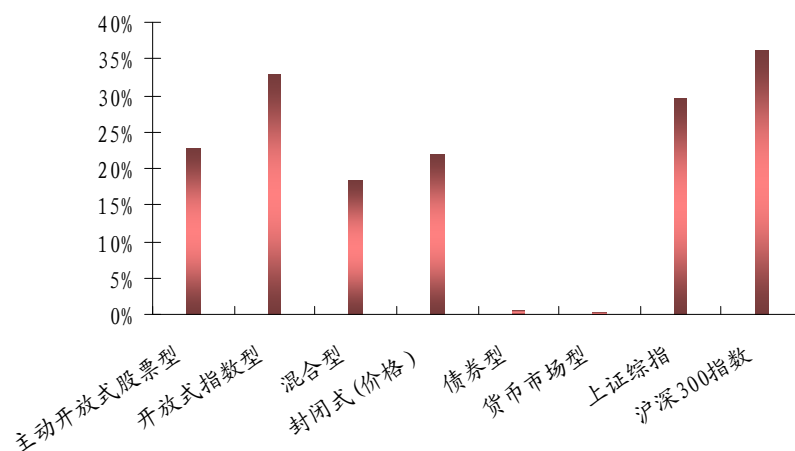
资料来源: WIND、世纪证券研究所

各类型基金业绩表现分析

偏股基金整体强势，债券型基金相对黯淡

一季度各类基金净值表现有所不同。其中，偏股型基金中指数基金平均涨幅最大，其次为主动开放式股票型和封闭式基金，由于混合型基金仓位中股票比重配置相对保守，本季在所有偏股型基金中表现最弱，平均为 18.5% 的净值涨幅。总体而言，主动配置型股票基金平均水平远小于指数，再一次证明了在股市上升过程中，被动指数基金具有“天然优势”。债券基金平均增长 0.59%，而货币市场型季度收益率平均水平为 0.39%，7 日年化收益平均仅 1.57%。

Figure 6 一季度各类基金净值或价格涨幅与指数比较



资料来源: WIND、世纪证券研究所

注: 各类基金以成立满 6 个月的样本为计算基础

由于基金经理在主动配置资产的方式和操作手法上大致相近,当前主动开放式和封闭式基金短期业绩具有同质性。在所有主动型股票基金中,一季度封闭式价格上涨 21.17%,略低于开放式基金净值表现,并且价格与其净值涨幅相当。从绝对收益角度来看,没有表现出与开放式基金的差异,未体现不受赎回因素影响、封闭式操作的优势。

单个封闭式基金的净值与价格涨幅关联度稍弱,瑞福进取净值增长 39.7%,但受制于其本身的高溢价率,价格涨幅仅约 22.6%,低于净值涨幅 17 个点;基金安信在折价 19%的情况下,净值低于价格涨幅约 10%。基金通乾的市价涨幅最大,高于净值表现 8 个百分点,同时其在 31 只封闭式基金里剩余期限最长,折价率和换手率也较高。但这并不表明剩余期限、折价率和换手率的大小是决定净值与价格差异的绝对因素,例如基金鸿阳剩余期限长达 9 年、折价 28%、换手率更高达 149%,但总体上净值与价格表现相当。

Figure 7 封闭式基金一季度表现特征

证券简称	价格涨幅 (%)	净值涨幅 (%)	剩余存续期 (天)	折价率 (%)	季度换手率 (%)	净值与价格表现差异绝对值 (%)
基金通乾	34.84	26.86	2709.00	-26.68	101.40	7.98
基金安顺	29.19	27.78	1903.00	-23.91	57.31	1.41
基金开元	28.72	19.47	1459.00	-20.26	56.58	9.25
基金安信	28.09	18.55	1546.00	-19.24	54.43	9.53
基金同益	27.97	21.48	1836.00	-28.71	98.25	6.50
基金景福	25.48	25.05	2102.00	-30.85	127.10	0.43
基金景宏	25.06	18.24	1863.00	-24.79	72.77	6.81
基金金泰	24.74	19.24	1459.00	-26.78	108.00	5.50
基金鸿阳	23.65	22.79	2812.00	-28.25	148.59	0.86
基金金盛	23.65	21.74	246.00	-7.12	53.51	1.91
基金兴和	23.35	20.15	1932.00	-29.72	79.77	3.20
基金天元	23.13	20.84	1975.00	-28.47	63.98	2.29
基金汉盛	22.70	18.48	1867.00	-21.78	74.94	4.22
国投瑞银瑞福进取	22.65	39.72	1205.00	33.11	150.30	17.07
大成优选	22.20	24.34	1220.00	-21.64	38.88	2.14
基金裕泽	22.04	22.74	793.00	-13.99	77.48	0.70
基金金鑫	21.56	22.45	2031.00	-30.50	123.23	0.89
建信优势动力	20.86	20.00	1450.00	-18.97	25.37	0.86
基金裕阳	20.63	23.89	1579.00	-19.84	58.25	3.25
基金同盛	20.60	17.25	2047.00	-30.71	87.03	3.35
基金久嘉	20.13	18.46	3020.00	-27.67	105.00	1.67
基金丰和	18.57	15.20	2915.00	-28.09	86.55	3.37
基金普丰	18.50	17.24	1933.00	-30.82	109.90	1.26
基金汉兴	17.68	11.58	2102.00	-26.27	61.23	6.09
基金天华	17.39	18.00	104.00	-6.18	56.08	0.61
基金银丰	17.23	21.37	3060.00	-29.27	59.68	4.14
基金裕隆	17.15	23.58	1903.00	-27.26	49.58	6.43
基金泰和	16.36	23.98	1835.00	-24.23	73.79	7.63
基金普惠	16.17	16.56	1744.00	-25.74	75.66	0.39
基金兴华	13.21	19.24	1491.00	-22.06	65.14	6.04
基金科瑞	11.98	18.98	2905.00	-28.70	78.83	7.01

资料来源: WIND、世纪证券研究所

高度换手率表明封基在二级市场存在较强的投机因素,瑞福进取季

度换手率达 150%，封闭式基金整体平均高达 80%。另外，除到期日较短时净值与价格接近以外，封基的其他特征与价格和净值表现无明显联系。因此我们认为封闭式基金个体的二级市场价格具有相对独立性，更多的取决于基金份额的市场供求状况。

主动型开放式股票基金（A 股基金）本季度平均增长 22.87%，其中最高的中邮核心优选净值增长 42%，而表现最差的东吴成长双动力仅 6% 的收益。在我们过去的报告统计测算中显示，中邮基金公司风格一向激进、两只纯股票基金一季度表现都位于前 5 明，去年 4 个季度的股票仓位都在 90% 左右。而后者东吴成长双动力则属于谨小慎独的保守风格，其股票仓位基本处于底线。根据今年一季度表现和去年连续三个季度持仓比重，后者由于持仓仓位过低而错失一季度行情的概率较大，其次其投资于传统制造业、建筑类大盘股、医药、食品饮料等消费类防守型行业股票过重，其重仓股鱼跃医疗、青岛啤酒，中国南车、中国铁建等股票近三月基本滞涨也是主要原因。这显示过去表现好的基金在市场转变的过程中未必能及时调整策略，未必能够持续表现。在当前市场仍重视基金短期排名的情况下，基金经理若不及时转换思路，远低于同类基金的业绩表现将面临赎回压力。

Figure 8 主动配置型开放式股票基金一季度业绩表现

涨幅前五名	净值涨幅 (%)	涨幅后五名	净值涨幅 (%)
中邮核心优选	42.91	嘉实优质企业	11.73
新世纪优选成长	37.29	汇添富均衡增长	10.02
国联安德盛精选	36.41	汇添富成长焦点	9.26
兴业社会责任	34.79	富国天益价值	8.21
中邮核心成长	34.30	东吴价值成长双动力	6.75

资料来源：WIND、世纪证券研究所

正如我们在年度策略中所分析的特征，被动指数基金在股市上涨行情中，表现最为优异。并提出根据相对于某一市场主要指数的 BETA 系数高低来选择相关指数基金将具有更好的指数回报。红利 ETF 和深圳 100ETF 连续多个季度拥有最高接近 1.3 的 BETA 值，本季度也不例外。在一季度上证综指大涨近 30% 的过程中，上述两指数涨幅达 38% 以上。其次，由于沪深 300 在所有指数中表现最好，以沪深 300 为标的的指数也表现良好，均超过 34%，接近沪深 300 约 38% 的涨幅。由于包括 LOF 和 ETF 指数基金的价格与净值之间套利空间狭小，其差异微小。我们为方便统计，以其净值表现作为依据。

Figure 9 开放式指数基金净值涨幅

证券简称	净值涨幅 (%)
易方达深证 100ETF	38.47
友邦华泰红利 ETF	36.21
融通深证 100	36.16
长城久泰中标 300	34.88
嘉实沪深 300	34.45
国泰沪深 300	34.13

大成沪深 300	34.10
华安上证 180ETF	33.97
博时裕富	33.59
华安 MSCI 中国 A 股	32.95
万家上证 180	32.69
融通巨潮 100	32.05
华夏上证 50ETF	31.25
银华道琼斯 88 精选	29.31
易方达上证 50	29.16
长盛中证 100	28.99
华夏中小板 ETF	26.48

资料来源：WIND、世纪证券研究所

开放式混合型基金与股票型基金的差别在与股票资产配置的比重更具有弹性，一般其契约规定在 30%—80%的比重之间，属于灵活配置型，在股市走弱时其最低仓位可降至 30%，股市预期走强时可提高至 80%比重。这种弹性配置使得其收益率呈现较大差异，如一季度表现最好的金鹰中小盘精选涨幅达到 36.34%，而表现最差的天治财富增长仅 0.67%。我们观察其基金契约中的股票投资范围，前者最高比重可达 80%、最低为 50%；而后者天治股票投资最低比重为 0，即卖空所有股票。这种高弹性的股票持仓的风险之一就是当策略失误时，或过于保守或过于激进。从前三月表现来看，天治财富踏空本轮行情，与之相反金鹰中小盘股票持仓接近上限的概率较大。

Figure 10 开放式混合型基金净值涨幅

涨幅前五名	净值增长率 (%)	涨幅前后名	净值增长率 (%)
金鹰中小盘精选	36.34	汇添富蓝筹稳健	7.30
富国天瑞强势地区精选	34.29	汇丰晋信 2016	6.44
国泰金马稳健回报	33.53	银河收益	3.63
易方达价值成长	31.75	申万巴黎盛利强化配置	2.00
嘉实主题精选	31.45	天治财富增长	0.67

资料来源：WIND、世纪证券研究所

年初债市由于透支年前降息预期而重挫，受其影响下债基净值普遍下滑。由于货币宽松局面，以及股市强劲反弹使得部分债基的股票持仓部分拉动了净值的回升。但总体而言，债基本季度表现低迷。其中纯债表现最弱，招商安泰债券 A/B 受制于纯债契约的投资范围要求，随债市下跌。而部分增强型债券在股票投资方面较为适宜，基本接近契约的比重上限投资股票。国投瑞银融华债券本季度收益率高达 15%，甚至超过部门股票基金表现。结合当前债市整体表现和其年报披露的资产配置，我们发现季度收益率高达 15%的主要原因是股票仓位高达 29%，并且所投资股票在一季度涨幅相对较大。因为年报显示买入反售证券的投资的比重为 0，即没有证据表面该债基利用正回购融资操作以取得杠杆投资股票。根据我们在 1 月份关于债券型的 08 年四季度持仓的分析，若存降息预期，基金会拉长持仓久期以提高债券资产收益率，然而一季度降

息预期受通胀抬头因素压制，降息成为不确定因素，导致部分基金认为降息进程结束，那么在本季度可能进一步缩短了持仓品种期限，由于短期品种的收益率已经极低，使得这些投资于短期券种的基金整体收益率必然较低，甚至在短期品种利率低位波动且略上升的情况下，债基净值下跌。

Figure 11 债券基金一季度净值表现

涨幅前五名	净值增长率 (%)	投资风格	涨幅后五名	净值增长率 (%)	投资风格
国投瑞银融华债券	15.55	债券型	易方达稳健收益A	-1.72	债券型
南方宝元债券	6.96	债券型	国泰金龙债券A	-1.95	债券型
华富收益增强A	5.57	增强型	国泰金龙债券C	-2.05	债券型
华富收益增强B	5.45	增强型	招商安泰债券A	-2.66	债券型
工银瑞信信用添利A	3.79	债券型	招商安泰债券B	-2.78	债券型

资料来源：WIND、世纪证券研究所

货币市场基金的一季度年化收益处于 0.74%—4.39%之间，其中信现金优势货币最高，而益民货币收益率最低。货币市场基金整体收益水平仍超过活期存款利率，因此对于大额阶段性避险资金或而言，一季度显示货币市场基金仍为较好的投资标的。而收益率的差异则体现为基金对货币市场券种的交易机会的把握和正逆回购的运用程度。

Figure 12 货币市场型基金一季度收益率表现

收益率前五名	7日年化收益率均值 (%)	收益率后五名	7日年化收益率均值 (%)
中信现金优势货币	4.3896	诺安货币	1.336
长信利息收益	2.5387	交银施罗德货币A	1.3244
万家货币	2.2985	长城货币	1.2415
华夏现金增利	2.207	汇添富货币A	1.1574
银河银富货币B	2.1481	益民货币	0.7476

资料来源：WIND、世纪证券研究所

二季度投资策略——维持震荡向上格局 把握阶段性机会

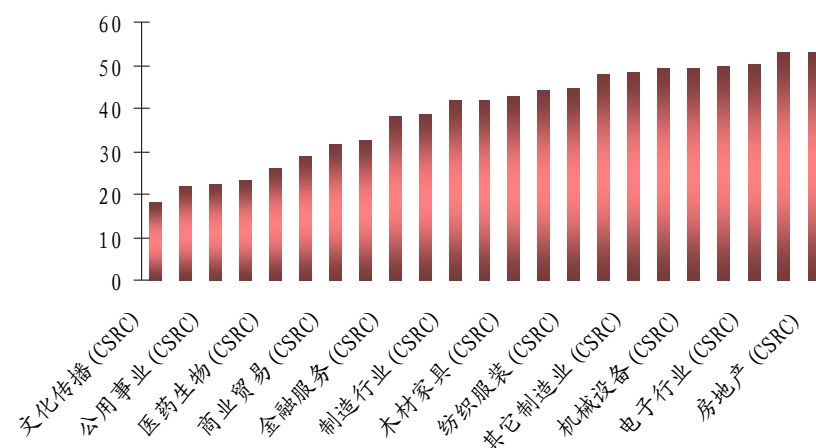
依据之前的分析，我们认为股市将仍有一定的估值空间，在全球流动性再度膨胀的环境下和行业振兴案的带动刺激下，二季度的前期股市仍将出现结构性的或行业的上涨机会。但股市在资金推动下，若出现急剧上涨使得整体或行业估值水平短期急剧上升，则调整的风险出现。整体而言，二季度股市维持震荡向上的概率较大。在经济增长与通胀回升的两难抉择中，前者更是决定性因素，因而债券市场我们判定仍有降息的空间与可能，那么在二季度降息之前，债市仍存机会；降息之后，债市收益率将更进一步接近底部，债市将再度陷入如调整。货币市场收益率仍然能够超过业绩基准，且由于震荡行情的频繁出现，货币市场可望还是大额资金不错的阶段性避险之所。

基于此，我们的基金投资策略便水落石出：

1. 二季度前期，以股市整体和行业整体的估值水平为参照申购或继续持

有偏股类基金；经历过阶段性的短期急剧上升后，可考虑阶段性赎回。在具体基金选择方面，开放式股票基金优先选择抗通胀的资源类基金如摩根斯坦利华鑫资源、宝盈资源优选、景顺长城资源垄断等；其次，基金持有振兴方案受益行业且行业涨幅较低的基金品种。根据基金 4 月一季报公布的行业持仓比重，投资持有公用事业、医药生物、商业贸易、金融服务、农业相关等比重稍大的基金将获得较好的机会。

Figure 13 一季度以来各行业涨幅



资料来源：WIND、世纪证券研究所

2. 二季度前期可考虑仍可投资指数基金，仍建议年度策略中提及的红利ETF、深证100ETF、嘉实沪深300。
3. 降息之前仍可继续持有债券型基金。根据4月份一季报即将公布的债基持仓券种的平均久期，可在降息之前投资久期较长的增强型债基。但即便有较强的降息预期，债基整体收益大幅上升的空间较低。因此降息后，债市将再度调整，届时赎回债基是必要的。
4. 在股市或债市各自的调整阶段，仍可投资货币市场型基金规避风险，推荐华夏现金增利、嘉实货币等品种。

本报告中的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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.