

短期投资需伺机而动，长期战略配置正当时

传统封闭式基金投资价值分析

2009年4月10日

基金研究组

闻群

010-66045601

weng@txsec.com

刘坤朋

010-66045621

liukp@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本文对 28 只传统股票型封闭式基金目前的持有人结构、中长期获益能力和超额收益来源、阶段性投资策略，以及中长期隐含收益、安全垫和战略配置价值进行了综合分析，结论如下：

一、阶段性投资策略分析

- ✧ **动态看待2008年年报披露持有结构：**08年末机构对传统封闭式基金的持有比例下降到45.16%的历史最低值，但是基于机构对于封闭式基金有顺势而为的操作特征，而09年以来的A股市场也已经反弹30%以上，建议投资者要动态看待此数据。
- ✧ **传统封闭式基金高超额收益来源分析：**从2004年以来的数据来看，开放式偏股型基金和传统封闭式基金均获得了大幅超越同期上证指数的超额收益。在有大量收益可供分配的牛市环境下，传统股票型封闭式基金较开放式偏股型基金有更强的超额收益获取能力，超额收益的主要来源是分红除权产生的折价提升和随后的折价回归。在市场低迷的情况下传统封闭式基金并没有超额收益获取优势。
- ✧ **投资建议：**追求超额收益的阶段性投资者在传统封闭式基金的投资上要更加侧重于对基础股票市场冷暖、分红以及其他各类二级市场驱动因素的把握。在目前的市场环境下，我们建议这类投资者要静候时机、伺机而动，在市场形成了较为明确的向上驱动力或者出现了能明显触发折价回归的因素的时候介入投资，也只有此时才能分享到二级市场价格超额收益。在具体品种选择上，建议重点关注折价率水平、净值表现和市场相关系数两项指标。

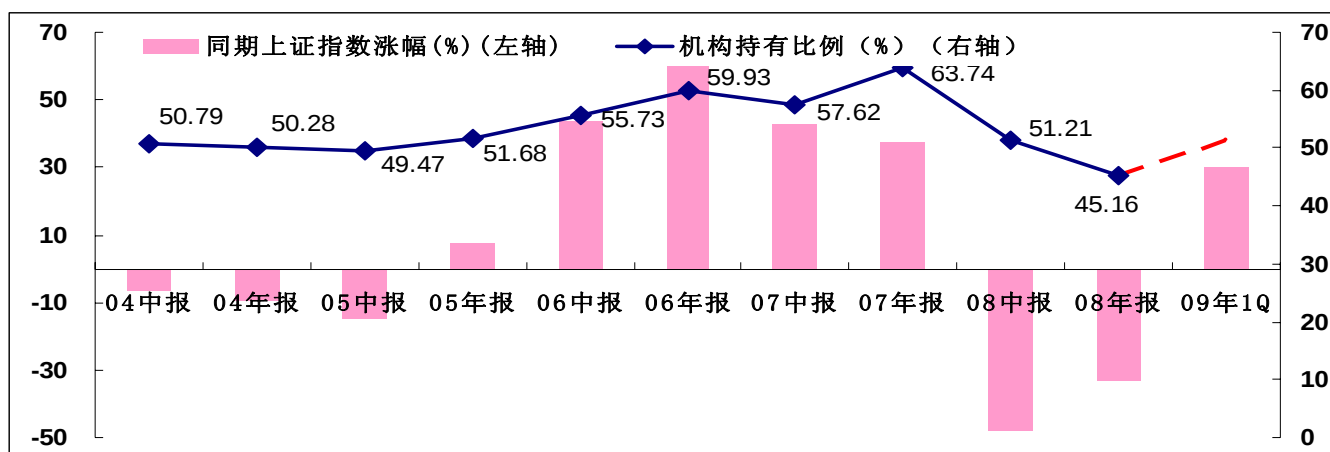
二、中长期战略配置价值分析

- ✧ **较高折价+在到期日缩短，目前封闭式基金隐含年化收益水平处于历史较高点：**截至09年4月3日，28只封闭式基金整体折价为26.59%，部分剩余期限在5年左右的大盘封闭式基金折价依然维持在30%以上，对应的隐含年化收益为6.81%，仅次于06年6月、05年10月的8.07%、7.62%。其中剩余期限在4-5年的基金到期收益率基本维持在5%以上。
- ✧ **中长期配置的风险收益情景分析：**目前按照30%的折价率水平从二级市场买入并持有5年到期，简单按照封闭式基金和市场指数的相关系数为0.7来计算，则如果5年后股票指数不变，累计投资回报为43%，年化收益率约为7%；即使5年后股票指数下跌30%（即上证指数1680点），还有13%的累计回报。
- ✧ **投资建议：**对于具有中长期资产配置需求，追求稳健收益的投资者，可重点关注到期日为4~5年、中长期业绩表现稳定突出的品种，并在其折价率波动中择机配置。具体可对金鑫、兴华、天元、安顺、裕隆等品种进行关注。

一、传统股票型封闭式基金阶段性投资策略分析

■ 动态看待 2008 年年报披露的机构对传统股票型封闭式基金的低持有比例

2009 年 3 月底，基金 2008 年年报全部披露完毕，从基金持有人结构数据来看，机构投资者对于传统封闭式基金的持有比例在整个 08 年度是大幅下降 18.58 个百分点，到 45.16%¹。从 2004 年中报开始公布的持有人数据来看，机构对封闭式基金的份额持有比例始终维持在接近或者超过 50% 的水平上，08 年末 45.16% 持有比例是有公开持有人数据以来机构持有封闭式基金的最低值。那么，我们应该怎样看待这个数据呢？



数据来源：天相投资分析系统。

图 1：机构持有封闭式基金比例和市场走势相关图

首先，我们看到自 2004 年以来机构对于传统封闭式基金的操作是依据市场的冷暖起伏顺势而为的：在市场持续震荡的 04 年到 05 年上半年，机构持有封闭式基金的比例呈现小幅度的下降，从 04 年上半年末的 50.79% 下降到 05 年上半年末的 49.47%；随着 05 年下半年市场的逐步回暖，机构持对封闭式基金的持有比例也开始明显上升，05 年末为 51.68%，增加 2.21 个百分点；06、07 年股票市场的持续上涨使得机构对于封闭式基金的持有热情也不断升温，在 2007 年末达到了顶峰，为 63.74%；2008 年市场的跌幅远超出 04 以来的各个年份，机构对传统股票型封闭式基金的减持幅度也远超过以往年份。其次，基金对于传统股票型封闭式基金的持有比例在 08 年上半年较大幅下降 12.53 个百分点，而在 08 年下半年的下降幅度为 6.05 个百分点，降幅仅为上半年的一半。当然其中不排除大幅降低持有比例后的自然放慢减速，但是 08 年下半年市场走势的趋稳应该也是导致机构减持速度放慢的重要因素。

¹ 按照份额进行加权平均，以下同。

综合机构对于封闭式基金的操作是顺势而为的、在 08 年下半年市场逐渐趋稳的过程中减持速度已经明显放缓这两点分析，再加上 09 年以来 A 股市场已经反弹 30% 以上，我们建议投资者结合实际市场情况，对于具有 3 个月时滞的传统股票型封闭式基金 2008 年持有人数据动态看待。

■ 传统封闭式基金高超额收益来源分析：牛市大比例分红以及随后的折价回归

截至 2009 年 4 月 3 日，在 2004 年以来熊牛更替的市场环境中，28 只传统封闭式基金净值上涨 189.07%，二级市场价格上涨 255.97%，同期开放式偏股型基金净值上涨 192.42%，开放式偏股型基金和传统封闭式基金均获得了大幅超越同期上证指数 61.64% 涨幅的超额收益。

传统股票型封闭式基金和同期开放式偏股型基金的中长期净值表现基本相当，但是从代表实际投资收益率的封闭式基金二级市场价格涨幅和开放式基金净值增长率比较来看，前者较后者有 63.55% 的显著超额收益。从具体基金的收益率比较来看，28 只传统股票型封闭式基金收益率（二级市场价格涨幅）最高的为 398.7%，最低的为 139.3%，其中有 9 只的收益率超过 300%，19 只的收益率超过 200%。而同期可比 40 只偏股开放式基金中收益率（净值增长率）最高的为 338.46%，最低的为 84.97%，仅有 3 只基金的收益率超过 300%，仅有 5 只基金的收益率超越了传统股票型封闭式基金 255.97% 的平均收益率水平。整体来看，封闭式基金各个品种的收益率水平更为均衡。

我们进一步把 2004 年以来的各个年份简单化分为 2004~2005 的震荡市、2006~2007 的大牛市、2008 年的大熊市以及 2009 年以来的反弹市。从下表中可以看到，在 2004~2005、2006~2007、2008、2009 年以来的各个阶段中，投资于封闭式基金较投资于可比开放式偏股型基金的超额收益分别为，-28.74%、197.91%、4.81%、2.18%。可见，投资于封闭式基金的超额收益主要来自于大牛市收益，在熊市和震荡市场中封闭式基金的超额收益获益能力并不明显。

表 1：传统股票型封闭式基金投资收益和同期开放式偏股型基金、上证指数比较

	2004~2005	2006~2007	2008	20090101~20090403	20040101~20090403
封闭式基金净值[%]	-1.91	341.28	-45.80	22.78	189.07
开放式偏股型（全部）[%]	5.08	400.31	-51.62	25.55	192.42
可比开放式偏股 [%]	5.08	356.78	-48.59	22.01	192.42
封闭式基金价格涨幅[%]	-23.66	554.69	-43.78	24.19	255.97
同期上证指数涨幅[%]	-22.44	353.17	-65.39	32.90	61.64
较可比开放偏股超额收益	-28.74	197.91	4.81	2.18	63.55
较同期上证指数超额收益	-1.22	201.52	21.61	-8.71	194.33

数据来源：天相投资分析系统。开放式偏股型基金包括开放式股票型和混合型基金，其中可比开放式偏股型基金为 40 只。

从以上的数据可以看出，投资于传统封闭式基金的中长期超额收益更高、且封闭式基金个体间收益率的差异更小，而传统封闭式基金的超额收益主要来自于大牛市。由此就引出一个问题：在封闭式基金牛市净值增长率（341.24%）较可比开放式偏股型基金（356.78%）并没有优势的情况下，封闭式基金二级市场的超额收益率来自于何处呢？答案是：来自于对收益进行大比例分红带来的折价率的自然提升和整体折价回归中获得的增值收益。

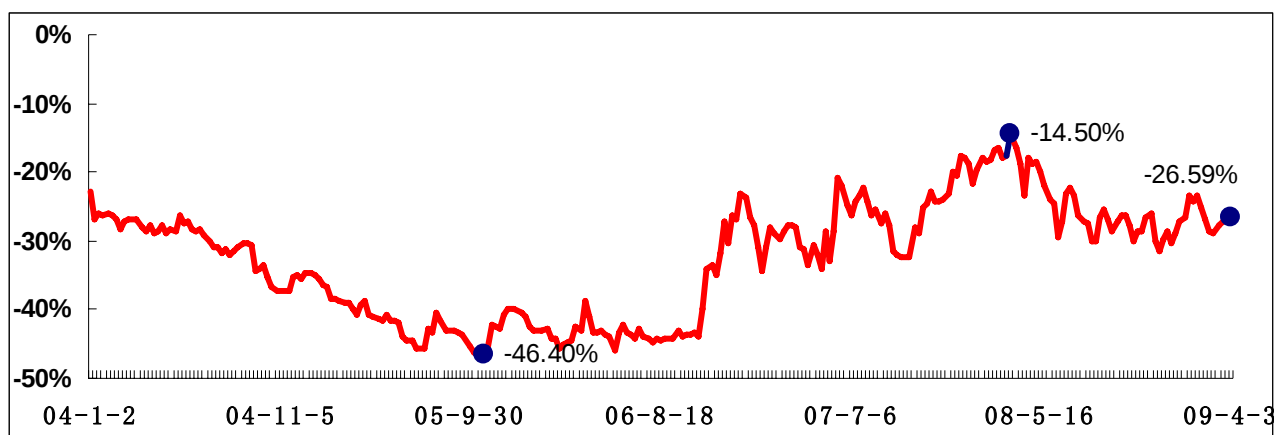
封闭式基金分红提升获益空间具体例子：

- ✓ T日的份额净值为1元，二级市场价格0.7元，即有30%的折价率；
- ✓ 在市场上涨过程中基金获得50%的净值增长率，T1日的份额净值为1.5元，在假定折价率不变的情况下，二级市场价格将同比例上升，T1日二级市场价格=0.7元*（1+50%）=1.05元；
- ✓ 再假定在T1日分红0.3元并且对份额净值和二级市场价格同时除权，则自然除权后T1日的份额净值=1.5元-0.3元=1.2元，二级市场价格=1.05元-0.3元=0.75元；
- ✓ 除权后，基金的折价率=（1.2-0.75）/1.2*100%=37.5%；
- ✓ 不考虑市场波动因素，即假定基金份额净值不发生变化，要使得基金的折价率回归到分红前的30%的水平，则二级市场价格=1.2元*（1-30%）=0.84元；

通过二级市场买卖该封闭式基金的收益来自于两部分，一部分是价差，一部分是分红所得。**整体收益=（0.84元+0.3元-0.7元）/0.7元*100%=62.86%**

超额收益=62.86%-50%=12.86%

此外，在大比例分红带来的套利空间以及对于机构来说封闭式基金现金分红的避税效应的吸引下，二级市场价格也往往会通过缩减折价率的方式来进一步推高，走出一轮阶段性价值回归行情。比如在08年3月28日，28只传统封闭式基金的折价率一度到14.50%的低点。



数据来源：天相投资分析系统。

图 2：28 只传统封闭式基金历年折价率情况

从以上分析可见，在有大量收益可供分配的牛市环境下，传统股票型封闭式基金较开放式偏股型基金有更强的超额收益获取能力，超额收益的主要来源是分红除权产生的折价提升和随后的折价回归。在市场低迷的情况下传统封闭式基金并没有超额收益获取优势。

总体来看，基础市场上涨带动的净值的上扬是封闭式基金二级市场价格走势的价值基础所在，分红后的除权能有效提升封闭式基金折价率空间，各类二级市场驱动因素引致的封闭式基金价值回归。因此对于追求超额收益的阶段性投资者来说，在传统封闭式基金的投资上要更加侧重于对基础股票市场冷暖、分红以及其他各类二级市场各类驱动因素的把握。在目前的市场环境下，我们建议这类投资者在传统封闭式基金的投资上要静候时机、伺机而动，在市场形成了较为明确的向上驱动力或者出现了能明显触发封闭式基金价值回归因素的时候介入，也只有此时才能分享到二级市场价格超额收益。在具体品种的选择上，建议重点关注折价率水平、净值表现和市场相关系数两项指标。

表 2：折价率、Beta 系数、09 年以来净值增长率前 15 的传统封闭式基金

名称	090403 折溢价率[%]	名称	Beta 系数	名称	09 年以来净值增长率[%]
基金银丰	-31.83	基金开元	0.7571	基金安顺	29.38
基金普丰	-31.76	基金久嘉	0.734	基金通乾	27.84
基金金鑫	-31.69	基金景宏	0.7144	基金泰和	26.97
基金兴和	-31.02	基金银丰	0.7093	基金裕隆	26.58
基金同盛	-30.76	基金通乾	0.7087	基金开元	26.14
基金景福	-30.53	基金天元	0.7033	基金鸿阳	25.94
基金鸿阳	-29.85	基金泰和	0.7028	基金裕泽	25.93
基金天元	-29.75	基金同盛	0.7003	基金裕阳	25.79
基金科瑞	-29.44	基金同益	0.6944	基金金鑫	25.69
基金丰和	-29.42	基金科瑞	0.6908	基金景福	25.53
基金裕隆	-29.2	基金汉盛	0.6843	基金金盛	25.02
基金久嘉	-28.63	基金景福	0.6841	基金天元	24.86
基金同益	-28	基金裕隆	0.6827	基金同益	24.35
基金普惠	-27.99	基金裕阳	0.6806	基金银丰	24.1
基金金泰	-27.02	基金鸿阳	0.6784	基金兴和	23.1

注：数据来源于天相投资分析系统。其中计算 Beta 系数的时间区间是 20040101~20090403。

二、传统股票型封闭式基金中长期战略配置价值分析

■ 较高折价+在到期日缩短=较高到期收益率，5 年左右到期品种风险补偿更高

如上所述，传统股票型封闭式基金中长期高超额收益往往来自于牛市中大比例分红过程中的折价拉升和回归，那么目前这些封闭式基金是否具有投资价值呢？我们的答案是对于长期投资资金，目前的传统封闭式基金具有战略配置意义。因为即使不考虑分红产生的套利和

增值空间，随着到期日的不断缩减，目前整体依然处于较高折价率水平的传统封闭式基金已经呈现出较高的到期年化收益率。

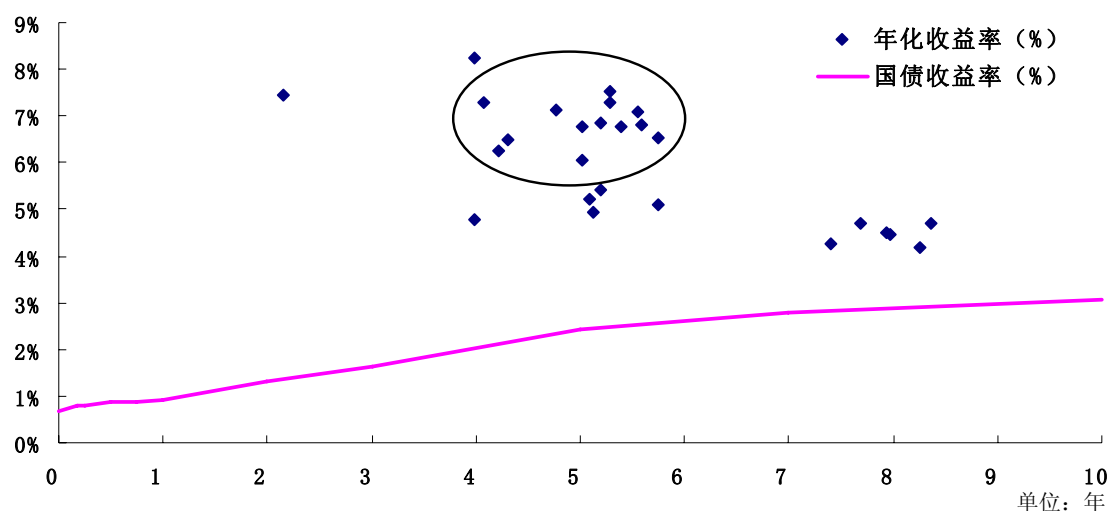
假定按照09年4月3日封闭式基金的二级市场价格买入投资且到期后按照其净值赎回，不考虑中间市场的涨跌因素和相应封闭式基金净值的变化，封闭式基金折价回归带来的隐含年化收益为6.81%，从2003年以来的数据来看，此收益率仅低于2006年6月份的8.07%和2005年10月的7.62%。

表 3：传统封闭式基金历史到期年化收益率

名称	份额 (亿份)	到期日	折价率	2009-4-3	2008年 化收益	2007年 化收益	2006年 化收益	2005年 化收益	2004年 化收益	2003年 化收益	2005-10-21 年化收益	2006-6-2 年化收益
基金天华	25	2009-7-11	-6.04%	25.84%	15.81%	11.07%	10.08%	11.96%	10.18%	5.59%	12.48%	15.06%
基金金盛	5	2009-11-30	-7.26%	12.09%	10.64%	6.74%	5.52%	7.65%	6.19%	3.71%	8.97%	12.17%
基金金泰	20	2013-3-26	-27.02%	8.23%	9.23%	4.52%	4.30%	6.46%	5.44%	2.92%	8.86%	9.28%
基金普丰	30	2014-7-13	-31.76%	7.51%	7.39%	4.08%	3.89%	7.13%	5.05%	2.70%	8.50%	8.40%
基金普惠	20	2014-1-5	-27.99%	7.14%	6.81%	4.44%	3.87%	6.59%	5.01%	2.62%	8.76%	8.83%
基金同益	20	2014-4-7	-28.00%	6.77%	7.68%	4.07%	3.94%	5.82%	5.03%	2.28%	8.14%	8.15%
基金同盛	30	2014-11-4	-30.76%	6.79%	7.10%	3.89%	3.99%	6.72%	4.82%	2.37%	8.13%	8.28%
基金兴和	30	2014-7-13	-31.02%	7.29%	7.39%	3.55%	3.55%	7.06%	4.85%	2.12%	8.37%	8.52%
基金金鑫	30	2014-10-20	-31.69%	7.11%	6.74%	3.86%	2.67%	6.68%	4.93%	2.55%	8.14%	7.94%
基金景福	30	2014-12-29	-30.53%	6.55%	6.86%	3.80%	3.76%	6.90%	4.47%	2.50%	7.95%	7.83%
基金裕隆	30	2014-6-14	-29.20%	6.86%	5.34%	2.80%	3.27%	6.69%	5.18%	2.46%	8.35%	8.63%
基金天元	30	2014-8-24	-29.75%	6.76%	6.52%	3.33%	3.17%	5.88%	4.66%	2.40%	7.61%	8.20%
基金裕泽	5	2011-5-30	-14.32%	7.43%	6.83%	4.53%	4.75%	5.33%	4.34%	2.92%	5.95%	10.26%
基金兴华	20	2013-4-27	-24.87%	7.28%	5.00%	3.45%	4.43%	7.04%	3.15%	1.76%	7.47%	8.80%
基金泰和	20	2014-4-7	-25.58%	6.07%	5.07%	2.82%	2.61%	6.53%	5.20%	2.40%	7.60%	8.14%
基金安顺	30	2014-6-14	-24.05%	5.43%	4.99%	3.43%	2.89%	5.83%	4.45%	2.33%	6.94%	7.31%
基金景宏	20	2014-5-4	-22.81%	5.22%	6.42%	3.54%	4.39%	6.33%	4.42%	2.50%	7.69%	7.95%
基金汉兴	30	2014-12-29	-24.81%	5.09%	5.86%	4.31%	3.92%	5.93%	4.19%	2.44%	7.56%	7.67%
基金安信	20	2013-6-21	-22.60%	6.26%	6.00%	4.47%	4.13%	6.64%	4.87%	2.33%	7.35%	8.26%
基金开元	20	2013-3-26	-16.91%	4.76%	5.95%	4.01%	3.50%	6.32%	5.03%	2.59%	8.11%	9.41%
基金汉盛	20	2014-5-17	-21.92%	4.95%	5.05%	3.86%	3.83%	6.30%	5.10%	2.59%	7.53%	8.36%
基金裕阳	20	2013-7-24	-23.77%	6.50%	4.23%	3.79%	3.59%	6.03%	4.69%	2.51%	8.34%	8.91%
基金科瑞	30	2017-3-11	-29.44%	4.49%	3.89%	2.52%	2.68%	4.45%	3.20%	1.91%	4.91%	5.56%
基金丰和	30	2017-3-21	-29.42%	4.47%	4.79%	2.12%	2.35%	4.96%	3.89%	2.13%	5.84%	6.21%
基金通乾	20	2016-8-28	-26.51%	4.24%	4.97%	3.18%	3.46%	5.76%	3.83%	2.12%	6.56%	6.61%
基金鸿阳	20	2016-12-9	-29.85%	4.72%	4.23%	3.05%	3.52%	5.63%	3.84%	2.31%	6.28%	6.39%
基金银丰	30	2017-8-14	-31.83%	4.68%	4.25%	2.82%	2.78%	4.96%	3.27%	1.54%	5.57%	5.55%
基金久嘉	20	2017-7-4	-28.63%	4.17%	4.44%	1.82%	2.32%	4.99%	3.81%	2.01%	5.70%	5.56%
加权平均			-26.59%	6.81%	6.29%	3.80%	3.71%	6.36%	4.71%	2.47%	7.62%	8.07%

数据来源：天相投资分析系统。2003年以来仅列示了超过目前年化收益率两个数据和各年末数据。

具体来看，到期日在4-5年的封闭式基金到期收益率基本维持在5%以上，如果不考虑封闭式基金期间的净值变化，对应于同期国债收益的风险收益补偿介于3%-6%之间，相对较高；到期日在7年以上的封闭式基金到期收益率基本维持在4.5%左右，相对于同期国债的风险收益补偿在1.8%左右，相对较低。



数据来源：中国债券网、天相投资分析系统。

图 3：封闭式基金到期年化收益率与同期国债收益率比较图（2009-4-3）

■ 中长期配置封闭式基金的风险收益情景分析

目前28只传统封闭式基金中有19只在2013年和2014年到期，剩余期限为4-5年间。在以下两点假设下，我们设定了不同的市场涨跌环境，对现在以不同折价率水平买入一个到期期限为5年传统封闭式基金的收益率进行了测算。

假设1：传统封闭式基金净值表现与股票指数的 β 系数为0.7（根据封闭式基金历史仓位情况）；

假设2：传统封闭式基金净值增长率的唯一决定因素是市场指数的表现，即如果市场指数涨幅为A%，则封闭式基金的净值增长率为0.7*A%。

结果显示，如果目前按照30%的折价率水平从二级市场买入并持有5年到期：如果5年后股票指数不变（即上证指数约2400点），则累计投资回报为43%，相当于隐含年化收益率约为7%；如果5年后股票指数下跌10%（即上证指数2160点），则估计投资回报为33%，相当于隐含年化收益率约为6%；如果5年后股票指数下跌30%（即上证指数约为1680点），则估计投资回报为13%，相当于隐含年化收益率约为2%；5年后股票指数下跌42.86%（即上证指数1142点）

才会出现亏损。如果目前按照25%的折价率水平从二级市场买入并持有5年到期：则5年后股票指数下跌35.71%（即上证指数到1285点）才会出现亏损。具体见以下两个表格。

表 4：不同市场情景下折价买入封闭式基金并持有到期的到期回报估计（2009-4-3）

		股票指数涨跌幅								
		60%	30%	20%	10%	0%	-10%	-20%	-30%	-60%
折价率	40%	137%	102%	90%	78%	67%	55%	43%	32%	-3%
	35%	118%	86%	75%	65%	54%	43%	32%	22%	-11%
	30%	103%	73%	63%	53%	43%	33%	23%	13%	-17%
	25%	89%	61%	52%	43%	33%	24%	15%	5%	-23%
	20%	78%	51%	43%	34%	25%	16%	8%	-1%	-28%
	15%	67%	42%	34%	26%	18%	9%	1%	-7%	-32%
	10%	58%	34%	27%	19%	11%	3%	-4%	-12%	-36%

表 5：不同市场情景下折价买入封闭式基金并持有到期的到期年化收益率（2009-4-3）

		股票指数涨跌幅								
		60%	30%	20%	10%	0%	-10%	-20%	-30%	-60%
折价率	40%	19%	15%	14%	12%	11%	9%	7%	6%	-1%
	35%	17%	13%	12%	10%	9%	7%	6%	4%	-2%
	30%	15%	12%	10%	9%	7%	6%	4%	2%	-4%
	25%	14%	10%	9%	7%	6%	4%	3%	1%	-5%
	20%	12%	9%	7%	6%	5%	3%	1%	0%	-6%
	15%	11%	7%	6%	5%	3%	2%	0%	-1%	-7%
	10%	10%	6%	5%	4%	2%	1%	-1%	-3%	-8%

以上的情景分析没有考虑封闭式基金的中长期超额获益能力，如果考虑过去5年多（20040101~20090403）封闭式基金净值增长率相对于同期上证指数3倍多的超额获益能力（具体见表1），现在买入折价率依然处于相对高位、到期日只有4、5年的封闭式基金并持有到期是有可观的获益空间和相当的安全垫的。

因此，对于具有中长期资产配置需求，追求中长期稳健收益的投资者，目前的传统封闭式基金，特别是到期日为4、5年的传统封闭式基金具有较高的战略配置意义。在目前市场的中长期趋势还没有确定的情况下，中长期投资者可在传统封闭式基金折价率的动态变化过程中择机进行配置。作为中长期配置，在品种的选择上要更加注重基金的中长期获益能力和净值表现的稳健性。具体可对基金金鑫、基金兴华、基金天元、基金安顺、基金裕隆等品种进行关注。

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：100140
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：100140
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 2808 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 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014