

2009 年下半年基金投资策略

2009 年 6 月 22 日

缺乏整体投资机会 精选股基仍是次优选择

相关研究

2006 年下半年基金投资策略: 预期分红与做空机制刺激封闭式基金价值回归	2006.07
2007 年封闭式基金投资策略: 牛市基础推动封闭式基金价值回归	2006.12
2007 年基金投资策略: 投资主动型基金获取收益	2007.01
2008 年基金投资策略: 关注选股和行业配置较强的稳健型基金	2007.12

金融工程首席分析师

娄静

电话: 021-23219450
Email: loujing@htsec.com

金融工程高级分析师

单开佳

电话: 021-23219448
Email: shankj@htsec.com

金融工程分析师

吴先兴

电话: 021-23219449
Email: wuxx@htsec.com

金融工程助理分析师

冯梓钦

电话: 021-23219402
Email: fengzq@htsec.com

- **缺乏整体投资机会，精选股基仍是次优选择。**基于海通 A 股策略的观点，我们总体上对股票和混合型基金维持相对谨慎的态度；国内外因素给下半年债券市场带来一定的负面影响，IPO 的开闸将会给债券基金带来一定收益，但发行制度改革将会压缩债券基金申购新股的收益；封闭式基金的折价率继续缩小的空间不大。因此，2009 年下半年，基金市场缺乏整体性投资机会。但从相对投资价值来看，精选股基仍然是次优选择，精选股票混合型基金仍然有望获得超过债券型基金的回报。
- **股票与混合型开基：把握趋势投资，关注选股能力。**尽管我们对下半年市场的看法相对谨慎，但市场往往会有一定惯性，我们建议投资者对于股票混合型基金应该采用趋势投资。对于踏空本轮反弹的投资者来说，应该在保持谨慎的心态下控制仓位，最好以交易所交易的基金品种短线投资。从基金的选择方法来看，一是优先关注选股能力强的基金；二是挖掘择时能力较强的混合型基金；三是同等条件下优选规模较小且由公司投资或研究总管理，或者基金公司运用固有资产投资较多的基金；四是选择公司的整体实力较强的基金。
- **封闭式基金：短期折价风险加大，把握新的中期买入点。**短期来看老封闭式基金折价率继续缩小的空间不大，甚至可能会拉大，投资者应该注意风险。当然，由于下半年 A 股市场不可能是单边下跌市，仍存在一些结构性机会，一是关注折价扩大后带来的新的折价回归收益，可以年化折价率回升至 7%-8% 作为可以买入的标准；二是封闭式基金在年底的分红行情。
- **债券型基金：整体看淡的情况下精选三类债基。**虽然我们看淡债券基金整体性的投资机会，但对风险承受能力低的投资者也可以精选三类债基，一是关注信用债投资能力强的基金；二是关注小规模且可以参与网下申购新股的债券型基金；三是对短期投资者来说，可以选择一些业绩优良的 B 类债基。
- **货币型基金：收益或将微升仍是流动性管理工具。**下半年货币基金整体收益将会有所上升，但在目前低利率的环境下仍将保持在低位，在基金市场缺乏整体机会的情况下，仍是较好的流动性管理工具，投资者可以适当关注那些久期较短的货币基金。

推荐基金：开放式股票混合型：兴业社会、交银稳健、博时特许、嘉实研究、华夏复兴、华安宏利、银华优选、易方达价值、富国天瑞、50ETF；QDII：海富通海外；封闭式：基金金泰、基金普惠、基金裕阳；债券型：富国天丰、工银添利；货币型：万家货币、华夏现金。

目 录

1. 2009 上半年基金回顾.....	268
1.1 股票混合型基金业绩大幅反弹 债券与货币基金收益明显下滑.....	268
1.2 老封闭式基金折价稳步回归 瑞福进取溢价率大幅缩小.....	270
1.3 老基金均现赎回 新基金发行升温	271
2. 2009 下半年基金投资环境展望.....	272
2.1 A 股市场：乍暖还寒	272
2.2 国债市场：防范收益率上升风险 关注信用债投资机会.....	273
2.3 基金经理在资金面与基本面的矛盾中进退两难	273
3. 2009 下半年基金业绩展望.....	274
3.1 股票混合型开放式基金业绩展望	274
3.2 2009 下半年封闭式基金折价率展望	280
3.3 2009 年债券与货币型基金业绩展望	282
4. 2009 下半年基金投资策略.....	283
4.1 缺乏整体性机会 精选股基仍是次优选择	283
4.2 股混型开基：把握趋势投资 关注选股能力	283
4.3 封闭式基金：短期折价风险加大 把握新的中期买入点.....	284
4.4 债券型基金：整体看淡的情况下精选三类债基	284
4.5 货币型基金：收益或将微升仍是流动性管理工具	285
5. 推荐组合	285

图目录

图 1	09 年 1 月到 5 月老的封闭式基金折价走势	270
图 2	09 年 1 月到 5 月瑞福进取折溢价走势	271
图 3	09 年 1 月到 5 月大成优选与可比基金折价走势	271
图 4	09 年 1 月到 5 月建信优势与可比基金折价走势	271
图 5	09 年 1 月到 5 月富国天丰折溢价走势	271
图 6	基金申购赎回以及新发对比（亿份）	272
图 7	2002-2009 年市场走势与基金半年业绩的延续性	278
图 8	年化折价回归收益与上证综指走势对比	281

表目录

表 1	2005-2009 年前 5 个月基金业绩与业绩标准的比较（%）	268
表 2	各类型基金 2009 年前 5 个月净值增长 top10%	269
表 3	2002-2008 年基金仓位的变化情况	274
表 4	2002-2009 年基金业绩与选股能力和资产配置能力的相关性	275
表 5	2008 与 2009 年基金的延续性分析	276
表 6	2008 与 2009 上半年基金业绩以及选股能力的延续性(Spearman 等级相关系数)	277
表 7	2004-2008 年各规模基金的历史业绩分析（%）	278
表 8	2002-2008 开始任职基金经理在 08 和 09 年业绩表现分析（%）	279
表 9	各时间段投研总监管基金业绩与同期可比基金平均业绩的比较	280
表 10	资金申购新股上市首日收益率（%）	282
表 11	推荐组合	285

1. 2009 上半年基金回顾

1.1 股票混合型基金业绩大幅反弹 债券与货币基金收益明显下滑

2009 年前五个月（090105-090601，下同），沪深股市大幅上扬，海通综指上涨超过 60%，国债指数较为平稳。因此股票和混合型基金净值出现普涨格局，而债券型和货币基金的收益明显下滑，具体见表 1。

2009 年前五个月，主动股票型开放式基金净值上涨 37.9%，混合型开放式基金净值上涨 31.24%，封闭式基金净值上涨 29.9%，指数基金净值上涨 51.34%。从相对涨幅来看，指数型基金的业绩明显高于其他各类股票与混合型基金，主要是因为指数型基金始终保持了较高的股票仓位，在大幅反弹的市场对业绩产生了明显的贡献。剔除股票仓位因素来看，主动股票型基金和混合型基金相对于业绩比较基准（海通综合指数*75%+国债指数*25%）也没有明显优势，说明 2009 年上半年主动型基金主要得益于市场整体的大幅上涨，资产配置和选股能力的表现都不突出。

偏债型基金上涨了 1.37%，纯债型基金上涨了 0.8%，保本型基金上涨了 3.51%，好于偏债和纯债基金。保本型基金的业绩最高，主要是因为保本型基金参与股票投资的比例高于偏债型基金，而纯债基金不能在二级市场上投资股票，而且随着市场的大幅上扬，保本型基金的“防守垫”亦随之放大，能够更多地投资于权益类资产，分享股市上涨的收益。货币市场基金在本轮上涨行情中业绩平平，一方面是由于利率水平偏低，另一方面也是其低风险特性使然。

表 1 2005-2009 年前 5 个月基金业绩与业绩标准的比较（%）

名称	2005	2006	2007	2008	2009 年前 5 个月
主动股票型（开）	3.04	121.67	125.75	-51.89	37.9
指数型（开）	-1.02	119.27	138.87	-60.13	51.34
封闭式	3.16	106.34	118.27	-47.43	29.9
混合型（开）	4.21	101.42	109.01	-46.38	31.24
偏债型（开）	10.17	51.33	43.04	3.98	1.37
保本型（开）	5.96	35.44	44.17	-17.63	3.51
纯债型（开）	8.78	13.00	13.88	5.67	0.8
货币型（开）	2.41	1.88	3.29	2.93	0.59
海通综指	-12.59	110.62	168.90	-63.24	61.91
国债指数	14.07	2.14	-0.46	8.05	0.17

注：为具可比性，2009 年前五个月的收益是指 2009 年 1 月 5 日至 2009 年 6 月 1 日的净值增长率

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

股票型开放式基金表现较好的基金中，指数型基金占据了半壁江山，前五名分别是中邮优选、深 100ETF、华商盛世、融通 100 和世纪优选，净值增长率分别为 64.31%、60.89%、57.33%、56.49%和 56.01%，只有中邮优选的净值涨幅高于海通综指。在前十五名基金中有 3 只为 2008 年成立的次新基金，除华夏复兴在 2008 年业绩排名也比较靠前之外，其余基金在 2008 年业绩排名均位列于后五分之一，说明基金业绩排名在 2008 和 2009 年发生了明显的反转。

混合型基金前五名是金鹰小盘、易基价值、华商领先、融通行业和嘉实主题，净值分别上涨 57.05%、53.4%、52.19%、51.99%和 51.93。由于受到了契约的限制，混合型基金股票仓位通常低于股票型基金，因此在大幅反弹的市场收益也低于股票型基金。在排名前 13 位的基金中，除了金鹰小盘、华夏大盘和交银稳健在 2008 年排名也比较靠前之外，其它基金在 2008 年表现都比较差。

封闭式基金净值增长前三位的是瑞福进取、基金裕阳、基金安顺，净值分别上涨了68.68%、39.15%、37.99%。其中创新封基瑞福进取由于其杠杆效应，净值增长遥遥领先，其余前五名封闭式基金的平均仓位都相对较高，超过70%。基金安顺2008年和2009年前五个月一直表现出色，展现出熊市中控制风险、牛市中把握机会的优秀管理能力。

QDII基金曾经在2008年遭受了重创，而在2009年表现较好，其中涨幅最大的是海富通海外，净值增长率高达53.27%，该基金在2008年的大幅下跌市中抗跌性也非常明显，体现出基金经理良好的管理能力。

债券型基金净值增长前三位的是华富收益A/B、鹏华丰收、工银添利A/B，净值增长率分别为7.91%、5.48%、5.12%，鹏华丰收属于偏债型基金，而华富收益、工银添利均属于纯债型基金，其收益相对较高主要是配置了较高比例的08国开金融债和一些表现较好的企业债。

货币型基金2009年前五个月平均七日年化收益前三位的是中信现金、巨田货币、华夏现金，收益率分别为3.075%、1.957%、1.905%。

表 2 各类型基金 2009 年前 5 个月净值增长 top10%

基金类型	名称	上市日期	最新规模 (亿元)	2008 年净值 增长 (%)	2008 年排名	2009 年前 5 月净值增长 (%)	2009 年前 5 月排名	半年内基金 经理变更
开放式股票型	中邮优选	20060928	151.59	-61.62	112/126	64.31	1/168	
	深 100ETF	20060324	41.14	-63.43	117/126	60.89	2/168	
	华商盛世	20080923	1.91			57.33	3/168	
	融通 100	20030930	112.44	-60.61	111/126	56.49	4/168	变更
	世纪优选	20080725	2.23			56.01	5/168	
	德盛精选	20051228	21.48	-58.13	102/126	55.54	6/168	
	长城久泰	20040521	20.69	-63.44	118/126	55.11	7/168	
	嘉实 300	20050829	283.86	-64.36	122/126	54.55	8/168	
	兴业社会	20080430	29.06			54.5	9/168	变更
	大成 300	20060406	58.07	-64.77	124/126	54.3	10/168	
	180ETF	20060413	10.59	-64.55	123/126	54.16	11/168	
	国泰 300	20071111	46.66	-62.61	114/126	53.6	12/168	变更
	博时裕富	20030826	136.29	-63.88	119/126	53.44	13/168	
	万家 180	20030315	53.15	-63.32	116/126	53.34	14/168	
	华夏复兴	20070910	44.56	-38.44	1/126	52.97	15/168	变更
开放式混合型	金鹰小盘	20040527	8.49	-35.03	17/119	57.05	1/136	
	易基价值	20070402	230.64	-53.62	97/119	53.4	2/136	
	华商领先	20070515	69.58	-59.54	118/119	52.19	3/136	
	融通行业	20040429	39.46	-59.44	117/119	51.99	4/136	
	嘉实主题	20060721	87.59	-52.49	89/119	51.93	5/136	
	交银稳健	20060614	60.22	-42.93	38/119	51.1	6/136	
	华夏大盘	20040811	44.45	-34.88	15/119	50.44	7/136	
	国泰金马	20040618	67.73	-53.79	99/119	50	8/136	
	富国天瑞	20050405	69.2	-48.47	71/119	48.61	9/136	
	东方精选	20060111	70.88	-56.87	110/119	48	10/136	
	金鹰红利	20081204	1.54			47.5	11/136	
	鹏华动力	20070109	95.03	-54.4	102/119	47.49	12/136	变更
	华宝收益	20060615	57.43	-53.69	98/119	47.3	13/136	
封闭式	瑞福进取	20070717	14.22	-75.72	30/30	68.68	1/31	

QDII	基金裕阳	19980725	29.29	-47.34	18/30	39.15	2/31	
	基金安顺	19990615	45.2	-38.13	3/30	37.99	3/31	变更
	基金金鑫	19991021	29.59	-47.24	17/30	35.94	4/31	
	基金同益	19990408	24.3	-50.78	26/30	33.13	5/31	变更
	海富海外	20080627	1.6			53.27	1/9	
	华富收益 A/B	20080528	6.3			7.91	1/82	
	鹏华丰收	20080528	10.03			5.48	2/82	
	工银添利 A/B	20080414	21.25			5.12	3/82	
	富国天丰	20081024	21.24			4.73	4/82	
	富国天利	20031202	29.15	3.65	24/29	4.54	5/82	
	华夏希望 A	20080310	43.33			3.97	6/82	
	长盛债券	20031025	14.05	-2.08	29/29	3.8	7/82	
	嘉实多元 A	20080910	5.84			3.42	8/82	变更
	中信现金	20050420	5.38	4.718	1/51	3.075	1/51	
	巨田货币	20060817	3.72	2.989	43/51	1.957	2/51	
货币型	华夏现金	20040407	268.41	4.1	7/51	1.905	3/51	
	万家货币	20060524	46.37	4.185	5/51	1.79	4/51	
	鹏华货币 B	20050412	41.5	3.384	28/51	1.739	5/51	

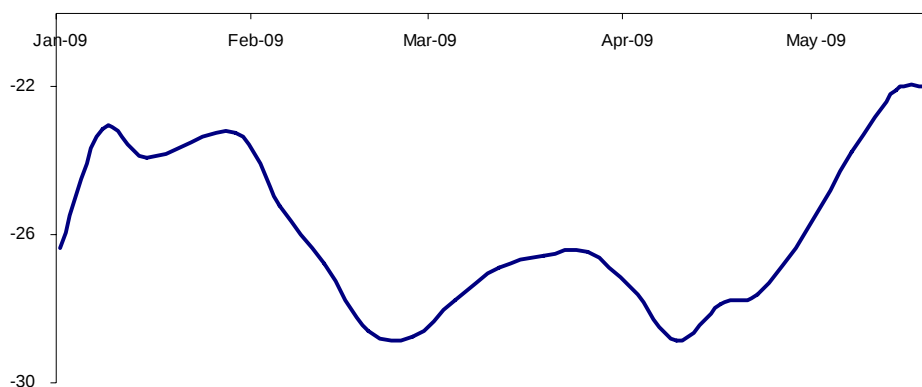
注：为具可比性，2009 年前五个月的收益是指 2009 年 1 月 5 日至 2009 年 6 月 1 日的净值增长率

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

1.2 老封闭式基金折价稳步回归 瑞福进取溢价率大幅缩小

09 年前 5 个月，随着市场的大幅上扬，封闭式基金走出了一波牛市行情，上证基金指数上涨 44.14%，深证基金指数上涨 37.58%，二级市场价格上涨远超基金净值涨幅，整体来看老封闭式基金的折价走势呈 W 型，而近一个多月折价率则呈现快速缩小之势。一般来说，当封闭式基金距离到期日较远的时候，折价率通常在一个合理范围内运行的，当折价缩小至一定程度时就会有折价扩大的倾向，而折价扩大到一定范围时就会有缩小的冲动。我们在 09 年初提出大盘封闭式基金折价达到 35%-38% 时就反映了投资者的悲观预期，因此折价率在这个位置是封闭式基金的底线，具有较好的建仓机会。今年前 5 个月的封闭式基金折价走势也正反映出这一现象，4 月，封闭式基金整体折价已触及到合理折价范围的下限，随后折价率稳步回归。

图 1 09 年 1 月到 5 月老的封闭式基金折价走势



资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

瑞福进取溢价率有所降低，大成优选和建信优势基金折价率较可比基金小，富国天丰折价缩小并趋向溢价。我们一直认为瑞福进取基金的高额溢价是不理性的，今年上半年瑞福进取基金的溢价率从最高的接近 44% 降低至溢价 10%，4 月底、5 月初伴随着大

盘出现持续大幅上涨以及瑞福进取基金杠杆可能会有提高的预期，瑞福进取基金二级市场表现强劲，出现盘中触及涨停的走势，因此溢价率骤然提升。大成优选和建信优势基金的创新条款使其折价率以及波动幅度都低于传统封基。大成优选和建信优势的折价率随着传统封闭式基金先抑后扬，其中大成优选基金在救生艇条款规定的 20% 折价处有支撑，而建信优势在 6 月初也降至其救生艇条款规定的 15% 附近。和我们预期的一样，首只债券型封闭式基金富国天丰折价要比股票型封闭式基金小很多，今年以来其折价率没有超过 4%，且折价率稳步缩小，目前处于溢价状态。富国天丰的溢价可能与其业绩较好和市场环境有关，今年以来富国天丰基金的净值增长为 4.63%，在可比基金中排名第五，同时在市场震荡并且走势不明朗的情况下，不少投资者选择低风险品种规避风险，因此促使富国天丰出现溢价。

第二只杠杆型创新封基长盛同庆与 5 月 26 日上市交易。长盛同庆本身是一个股票型基金产品，初始投资人认购的基金份额，在基金成立时按照 4: 6 的比例自动分离为 A、B 两类份额。长盛同庆股票基金封闭式运作三年，三年后 A、B 两类份额按照各自净值转换为 LOF 基金份额。B 份额(占总份额的 60%)向 A 份额(占总份额的 40%)融资，A 份额获取约定的每年 5.6% 的收益，B 份额获取剩余收益，以投资本金为限承担剩余损失。此外，A 份额还具有收益增强条款，当三年基金盈利超过 60%，A 类份额按照 10% 的比例参与超出 60% 以上部分的收益分配。上市后长盛同庆 A 类出现了 3.5% 的溢价，成为第三只溢价的封闭式基金，而同庆 B 却出现了 -8% 左右的折价。

图 2 09 年 1 月到 5 月瑞福进取折溢价走势


资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

图 3 09 年 1 月到 5 月大成优选与可比基金折价走势

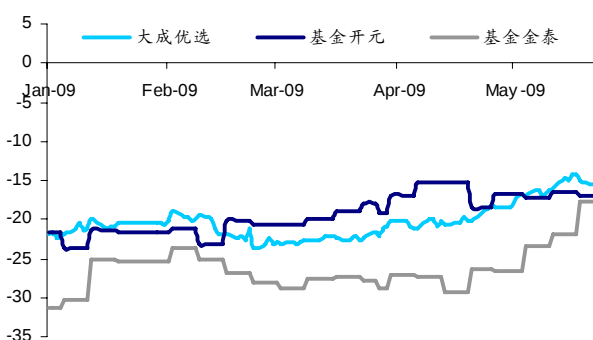

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

图 4 09 年 1 月到 5 月建信优势与可比基金折价走势

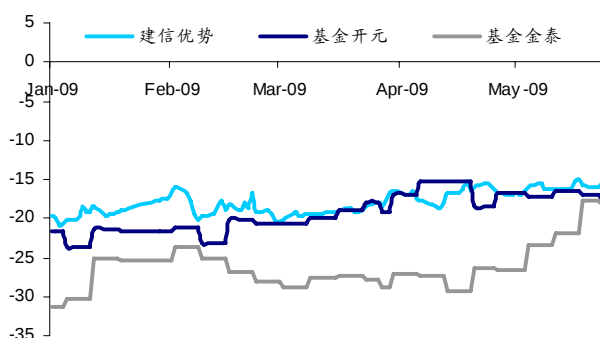
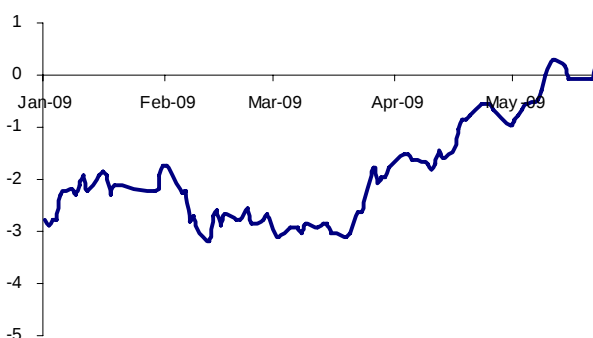

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

图 5 09 年 1 月到 5 月富国天丰折溢价走势


资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

1.3 老基金均现赎回 新基金发行升温

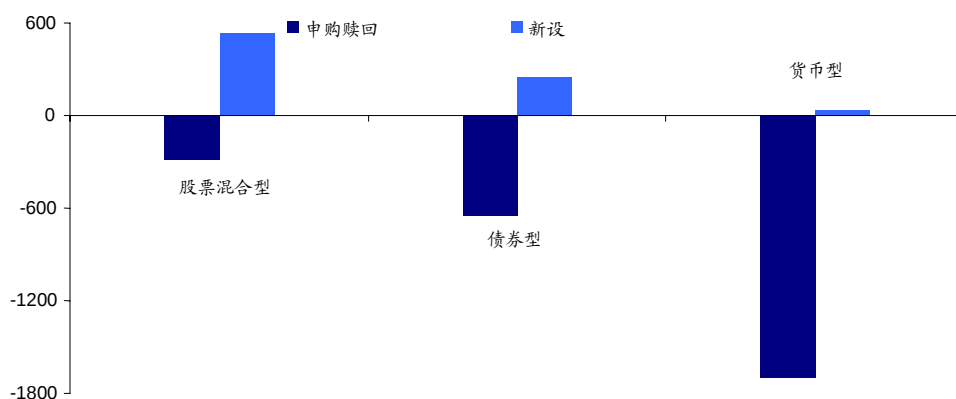
09 年的 1 季报显示，各类老基金与 08 年底相比均出现了净赎回。风险最低的货币市场基金净赎回最多，净赎回近 1700 亿份，占到 08 年底规模的 44%；其次是债券型

基金，净赎回 646 亿份，占 08 年底规模的 35%；股票混合型基金净赎回规模最低，为 296.1 亿份，赎回比例为 1.5%。在市场回暖后，股票以及高风险基金的挣钱效应明显显现，投资者的资金逐渐从用于现金管理的货币市场基金中流出，投入到股票市场或者其他类型的基金中。

虽然老基金呈现净赎回，但是股票混合型基金新发规模不小。今年前 5 个月，各类基金均有新基金设立，股票混合型基金新设规模高于净赎回规模，债券型基金和货币市场新基金的规模相对较小，从单只新基金规模看，股票混合型基金平均规模在 20 亿份，与 08 年前三季度相比投资者的热情明显提高。今年五个月，又一只杠杆型创新封闭式基金长盛同庆发行，发行首日募集规模超过 100 亿，最终发行募集规模近 150 个亿，创 08 年以来单只基金募集规模最大，长盛同庆基金由于既有低风险的 A 类又有带杠杆的 B 类，因此受众面较广。

老基金赎回与新基金热销形成鲜明的对比，这与新老投资者心态以及营销力度的差异有较大有关。老基金持有人经历了下跌市场的大幅亏损后，心理受到了较大的创伤，对证券市场的风险意识明显增强，在市场回暖但争议较大的过程中选择解套出局，而新基金市场营销力度一般明显较老基金大，而且新进投资者的风险意识较弱，受前期的挣钱效应的鼓舞而大量申购。

图 6 基金申购赎回以及新发对比（亿份）



注：规模数据是将截至到 09 年 5 月 31 日可以获得的基金规模数据与 08 年 12 月 31 日的规模数据做对比
资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

2. 2009 下半年基金投资环境展望

2.1 A 股市场：乍暖还寒

海通策略报告认为：就今年下半年 A 股运行趋势看，由于市场对我国今年第二季度、第三季度、第四季度 GDP 增速可能分别约达 7%、8%、9% 的经济反弹预期已进行了较长时间的消化，因此，在业绩增速预期难以成为市场新上涨动力，以及流动性面临构筑由上向下的拐点，并难以支持 A 股 PE 继续回升的情形下，一旦市场对 2010 年我国宏观经济增速可能二次探底形成预期共识，则 A 股市场展开中级调整行情的趋势将难以避免。

总体而言，我们对今年下半年 A 股运行趋势持偏悲观的观点，预计市场将进入中期调整格局。市场下跌的动力则可能主要来自，一是，市场对宏观经济增速的二次探底预期；二是，市场已存在的较显著结构性“泡沫”；三是，本轮流动性过于充裕的高峰已经过去，在下半年流动性很可能构筑由上向下拐点的情形下，限售股解禁高峰的到来与新股 IPO 的重启可能导致市场供求关系再度趋于恶化。

2.2 国债市场：防范收益率上升风险 关注信用债投资机会

海通债券策略认为投资者关注利率产品存在的下行风险，并指出信用债存在较大的投资机会。

利率产品来看，中国有望在世界经济低迷的格局中尽快走出低点，目前最困难的时候已经过去，通货膨胀水平（CPI）下半年反弹的可能性较大；而货币政策方面预计下半年我国将从过度宽松转向适度宽松并以公开市场操作的微调为主，并且资金面在下半年的充裕程度有所削减，存贷差以及超额存款准备金率下降空间有限减少了银行可投资债券资金，资金面并不能对债市收益率下降形成长期持续的推动力。

美国历史上经济反弹和通胀上行期间债券市场表现为各期限国债收益率全面上行，期限利差缩小，收益率曲线从陡峭化转变为平坦化；目前中国收益率曲线平坦化速度较美国和其他国家缓慢，受益于当前环境下资金的过度充裕，考虑到我国经济 and CPI 走势和下半年资金充裕度的削弱，我国债券市场收益率有可能与全球债券市场趋同；根据我国债市周期经验数据统计，熊市最高收益率高于平稳市平均收益率 50% 以上，收益率上升 150BP 以上，当前我国债券牛市已过，需要防范由平稳市向熊市转化时的风险。因此，2009 年下半年投资者应降低久期，推荐配置三年期以下的短期债券，获得持有期收益，避免利率风险。相比较而言，短期政策性金融债隐含税率处于高位，与国债相比具有一定的相对优势。

信用债方面，尽管目前微观实体走暖的基础尚未夯实，投资者对经济可能出现反复仍心存担忧。但从美国信用债的市场表现看，在经济复苏尚未被最后确认的初期，信用债利差的调整幅度就已经达到一半以上，因此，我们认为 09 年下半年信用债存在较好的投资机会，在投资策略上应遵循“四维原则，动态调整”——“中短久期、非银行担保、梯次行业和中等等级”这四个原则并跟随复苏进程动态调整：选取中短久期，争取信用利差收益并规避利率风险；行业选择上梯次展开选择复苏较早和概率较大的行业；无担保的企业债投资机会更大；同时选取中等等级的企业债和中期票据。交易所信用债更具备投资价值，关注四原则下的投资品种并留意银行间市场相对优势的有担保 AAA 级公司债和分离债的投资机会。

2.3 基金经理在资金面与基本面的矛盾中进退两难

今年市场反弹的力度超过了很多投资者的预期，其中也包括基金在内的机构投资者，这从基金的调仓行为上可以明显看出。作为市场上最重要的机构投资者，基金的增减仓行为往往是关注的焦点。表面上我们也看到，当市场上涨的时候，基金的股票仓位会大幅上升，而市场下跌的时候，基金的股票仓位会明显下降，但这些结果多是由股票市值的涨跌造成的，基金主动的增减仓比例并不大，而且往往会发生错误，见表 3。

在表 3 中，我们列示了 2004 年以来每季度基金股票仓位的变化与市场涨跌的关系，我们发现了两个有意思的现象。一是基金主动调仓多数都是失败的。虽然基金的股票仓位的确会随着市场的涨跌变化而变化，即市场涨的时候基金的股票仓位会提升，而市场跌的时候基金的股票仓位会下降，两者的相关系数为 0.49。然而当剔除市值涨跌导致的仓位被动变化后，基金股票仓位的主动变化比例与市场同期涨跌竟然呈现负相关，相关系数为 -0.37，即使考虑到基金仓位的主动变化可能会领先于市场，基金股票仓位前期的主动变化比例与市场后期的涨跌也呈现负相关，相关系数为 -0.17。二是基金的主动调仓比例慢慢弱化。由于基金调仓往往失败，基金经理对主动调仓也越来越淡化，我们看到 2007 年 1 季度之前，基金每季度主动调仓比例为 4.3 个百分点，而此后每季度的主动调仓比例仅为 2.14 个百分点。事实上，2007、2008 和 2009 这三年，蕴含了两次大的拐点，需要基金经理大幅调仓，但遗憾的是我们并没有看到这一点。

表 3 2002-2009 年基金仓位的变化情况

时期	股票总值占总净值比%	仓位变动百分点%	市值变化后的仓位	主动仓位变动比例%	被动仓位变动比例%	全部 A 区间涨跌幅
2004 年一季	73.29					18.12
2004 年中报	58.59	-14.7	68.28	-9.69	-5.01	-21.56
2004 年三季	63.01	4.42	58.63	4.38	0.04	0.17
2004 年年报	67.26	4.25	60.81	6.45	-2.20	-8.91
2005 年一季	68.16	0.9	65.28	2.88	-1.98	-8.47
2005 年中报	69.93	1.77	66.16	3.77	-2.00	-8.66
2005 年三季	71.13	1.2	71.46	-0.33	1.53	7.68
2005 年年报	72.4	1.27	70.98	1.42	-0.15	-0.75
2006 年一季	77.22	4.82	75.11	2.11	2.71	15.02
2006 年中报	77.15	-0.07	82.49	-5.34	5.27	39.00
2006 年三季	72.84	-4.31	77.66	-4.82	0.51	2.93
2006 年年报	80.5	7.66	77.69	2.81	4.85	29.87
2007 年一季	78.91	-1.59	85.97	-7.06	5.47	48.41
2007 年中报	79.02	0.11	83.01	-3.99	4.10	30.57
2007 年三季	80.95	1.93	84.57	-3.62	5.55	45.55
2007 年年报	80.12	-0.83	80.52	-0.40	-0.43	-2.72
2008 年一季	75.77	-4.35	75.07	0.70	-5.05	-25.30
2008 年中报	71.78	-3.99	69.77	2.01	-6.00	-26.18
2008 年三季	69.22	-2.56	66.93	2.29	-4.85	-20.42
2008 年年报	68.55	-0.67	65.68	2.87	-3.54	-14.92
2009 年一季	76.79	8.24	75.55	1.24	7.00	41.76
相关系数		0.49		-0.37	0.98	

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

今年以来，市场中盛行主题投资，资金面的充裕推动了中小盘股票大幅上涨，并由此产生了相应的结构性泡沫，而市场对基本面的相对谨慎，导致基金传统重仓的蓝筹股在反弹中总体表现不佳。面对这一现状，我们看到基金在恪守一些传统投资策略的同时也在一定程度上参与了这些热点。虽然今年以来的市场热点固然有其合理的因素，但也有些热点中鱼龙混杂，导致一些缺乏业绩支撑的股票整体估值高企，但基金经理通常只能从相对价值角度进行投资，要在投机氛围甚浓并已高估的市场中挖掘“价值”，对不少基金经理而言很无奈。

从今日投资对基金经理的调查中，我们可以明显感受到基金经理进退两难的无奈，一方面由于市场的不断上涨使得基金经理对后市的乐观情绪增加，另一方面估值的高企又使得基金经理的买入意愿下降。在一个主要由流动性推升的市场中，面对变数甚多的经济复苏和短期排名的压力，公募基金除了顺势而为外已很难有更多的选择。不少基金在理念和市场面前进退维谷，这样基金的投资策略也趋于短期化，对后市谨慎乐观的说辞也表明基金投资策略随时可能发生转变。

3. 2009 年下半年基金业绩展望

3.1 股票混合型开放式基金业绩展望

3.1.1 股基业绩面临更大波动 指数基金或呈现负增长

2009 上半年，沪深股市一改 2008 年的阴霾大幅上扬，沪深 300 指数涨幅高达 57.25%，受益于 A 股市场的大幅反弹，股票混合型基金业绩取得了大幅增长，而下半年市场将面临新的挑战。由于宏观经济在复苏的过程中可能会有一定反复，而且流动性在下半

年也可能会面临拐点，下半年的 A 股市场也不会一帆风顺，在狂热过后甚至可能出现较大的调整。在这种情况下，股票与混合型基金业绩可能难以像上半年那样节节攀升，市场的大幅波动会导致股票与混合型基金面临较大波动，被动投资的指数基金还可能出现负增长。对于择时能力较好的混合型基金，或许可以通过时机选择来平滑这种业绩的波动，而对于股票型基金或者说不擅长做择时操作的基金而言，需要投资者进行适当的择时操作来规避市场波动的风险。

3.1.2 高仓位对业绩的正贡献或将减弱

在不同的市场环境下，基金的选股能力和资产配置能力对其业绩的影响有很大不同，我们对 2002 年以来基金业绩与选股和资产配置的关系进行了相关性分析，这里分别计算了全部股票混合型基金，以及主动型股票混合型基金（剔除了指数基金和偏债混合型基金，因为这类基金很少进行资产配置），我们可以发现以下几个结论。

● 在涨跌幅度不大的平衡市场中，基金的业绩主要来自基金的选股能力

无论从全股票混合型基金还是主动型基金样本来看，在 2002、2003、2004 和 2005 年，选股能力对基金业绩的影响占据主导地位，以全股票混合型基金样本为例，基金选股能力与基金业绩的相关系数分别为 0.976, 0.975, 0.985, 0.993，远远高于资产配置能力对基金业绩的影响。这说明在震荡市中擅长高抛低吸的基金很少，在资产配置上往往变动较小，导致选股能力成为震荡市中决定基金业绩的关键因素。

● 在单边市场中，基金的资产配置能力对基金业绩有着举足轻重的影响

无论从全股票混合型基金还是主动型基金样本来看，在单边市中基金的资产配置能力对业绩具有非常重要的作用。以全股票混合型基金为例，在 2006 年、2007 年和 2009 年上半年的单边上涨过程中，资产配置收益与基金业绩的相关系数分别为 0.77、0.567 和 0.823。而在 2008 年市场的大幅下跌中，资产配置收益与基金业绩的相关系数高达 0.9042。很显然，单边市中基金的业绩取决于资产配置能力，当然这种资产配置能力并不是指高抛低吸的择时能力，因为擅长此道的基金很少。单边上涨（下跌）市中业绩靠前的往往是始终高（低）仓位的基金。

● 在单边市中，基金的选股能力对基金业绩的影响仍然有一席之地

虽然在单边市中，基金的资产配置对基金业绩的影响加大，但是选股能力仍然占据一席之地，特别是从主动管理的基金来看更是如此，在 2006、2007 和 2009 年上半年的单边上涨来看，虽然选股能力对业绩的影响弱于择时能力，但相关系数仍然比较高，分别是 0.54、0.594 和 0.6251，只有在市场全面暴跌的 2008 年，选股能力对业绩的影响才相对较小。这是因为即使在单边市，只要市场的涨跌是轮动的或者说是结构性的，都会给擅长选股的基金提供较好的平台，比如 2009 年上半年，虽然市场单边上扬，但中小市值的题材股、概念股走势明显强于大盘蓝筹股，在这种情况下，选股能力好的基金一样能获得较好的业绩。

表 4 2002-2009 年基金业绩与选股能力和资产配置能力的相关性

基金类型	年份	2009 上	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
主动股票混合基金	选股与业绩相关性	0.6251	0.2892	0.594	0.540	0.997	0.986	0.977	0.979
	资产配置与业绩相关性	0.7689	0.8234	0.485	0.710	-0.014	0.181	0.472	0.115
全股票混合型基金	选股与业绩相关性	0.5303	0.1996	0.529	0.511	0.993	0.985	0.975	0.976
	资产配置与业绩相关性	0.8233	0.9042	0.567	0.770	0.015	0.272	0.404	0.100
	选股收益	-0.0787	-0.091	0.268	0.200	0.164	0.148	0.139	-0.082
	资产配置收益	1.4815	-1.249	1.372	1.293	-0.083	-0.213	0.266	-0.140
海通综指 (%)		57.37	-63.24	168.90	110.62	-12.59	-17.16	-3.55	-19.53

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

展望 2009 下半年，市场在惯性上冲后有较大的回调风险，在这种情况下，有较强择时能力的配置型基金将会胜出，但目前这类基金数量很少，对于多数基金而言，选股能力仍然是下半年制胜的法宝，那些在上半年完全靠高仓位取胜的基金业绩将会受到挑战。

3.1.3 基金业绩稳定性或将面临再次反转

2009 上半年与 2008 年的市场发生了明显转变，导致基金去年业绩的排名与今年上半年排名出现了明显的负相关，去年抗跌的基金在上半年也表现出抗涨，这说明绝大多数基金经理没有随着市场的转变及时改变投资策略。我们按照基金净值增长率来评价基金业绩的延续性，净值增长前 20% 的基金我们称之为 5 星级，以此类推。我们计算了全部基金业绩延续性以及剔除基金经理变更后业绩的延续性，以上计算只涉及到股票混合型基金，剔除了指数基金和偏债混合型基金，只考察主动型基金的业绩稳定性。从下表的结果来看，有以下这样几个特点：

● 好基金与差基金的业绩出现大换班

从全部基金的延续性来看，2008 年 5 星级的基金在 2009 上半年能继续保持 5 星级的概率只有 8.16%，下降到 2 星级以下的概率高达 65.31%，特别是 5 星级转移到 1 星级的概率为 46.94%。2007 年 1 星级的在 2008 年继续保持 1 星级的概率仅为 4.55%，而上升到 4 星级以上的概率高达 65.9%。这表明在市场发生转变时，基金业绩的延续性也出现反转，一方面，这可能是受基金的投资范围的约束所致，在牛市中高仓位的基金的业绩优秀，在熊市中低仓位的基金相对抗跌，但由于部分股票型基金的仓位有底线的限制，不能过低导致业绩较差；另外一方面可能在市场情况发生转变时，基金的操作思路没有及时转变，在熊市中保持牛市中激进的操作手法会导致业绩下滑，相反部分在牛熊市中始终保持低仓位的基金，在熊市中就会表现抗跌。很显然，在市场状况发生改变时，基金在资产配置的操作显得较为消极，因此在选择基金时要考虑到这一点。

● 转折市中基金经理的变更反而缓解了业绩的反转

为了消除基金经理变更对基金业绩延续性的影响，通过剔除 2008 年初至今发生了基金经理变更的基金，发现基金的业绩延续性并没有太大的改变，业绩的大反转现象依然存在，甚至更差。5 星级转移到 1 星级基金的概率高达 63.64%，1 星级转移到 5 星级的概率为 45.45%。而不剔除发生基金经理变更的基金情形下，其概率分别为 46.94% 和 39.58%。主要是因为市场由快速下跌转为快速上涨，资产配置对业绩的影响产生反转，更换基金经理可能更换了操作思路，反而带来基金业绩的好转，而一直由同一基金经理管理的基金，由于投资思路没有随着市场变化而扭转导致业绩的稳定性反而下降。

表 5 2008 与 2009 年基金的延续性分析

2008 年星级	2009 年星级	频数 (所有样本基金)	概率 (所有样本基金%)	频数 (剔除 08-09 变更基金)	概率 (剔除 08/09 变更基金%)
1	1	4	8.33	2	9.09
1	2	6	12.50	1	4.55
1	3	11	22.92	6	27.27
1	4	8	16.67	3	13.64
1	5	19	39.58	10	45.45
2	1	2	4.08	1	5.26
2	2	10	20.41	4	21.05
2	3	9	18.37	3	15.79
2	4	16	32.65	6	31.58
2	5	12	24.49	5	26.32
3	1	6	12.50	2	11.11

3	2	6	12.50	2	11.11
3	3	13	27.08	6	33.33
3	4	14	29.17	5	27.78
3	5	9	18.75	3	16.67
4	1	13	26.53	3	17.65
4	2	18	36.73	8	47.06
4	3	5	10.20	1	5.88
4	4	8	16.33	3	17.65
4	5	5	10.20	2	11.76
5	1	23	46.94	14	63.64
5	2	9	18.37	5	22.73
5	3	10	20.41	2	9.09
5	4	3	6.12	1	4.55
5	5	4	8.16	0	0.00

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

● 选股能力的延续性强于净值增长的延续性

选择 2008 年 1 月 1 日到 2009 年 5 月 27 日都存在的股票混合型基金作为统计样本，分别将 2009 年全年与 2009 上半年作为两个时间段，运用 Spearman 等级相关系数计算这两个时间段内净值增长和选股能力的延续性，我们发现，这两段时间内，净值增长呈现显著负相关，但选股能力却呈现显著正相关，再次说明基金业绩的反转主要是由于基金淡化资产配置，市场的突变没有使得基金的仓位及时调整所致，但其选股能力并没有发生反转，在不同的市场情形下，基金的选股能力表现出较好的延续性，所以在选择好相适应的资产配置的基金的同时，我们还是应优选历史上选股能力较强的基金。

表 6 2008 与 2009 上半年基金业绩以及选股能力的延续性（Spearman 等级相关系数）

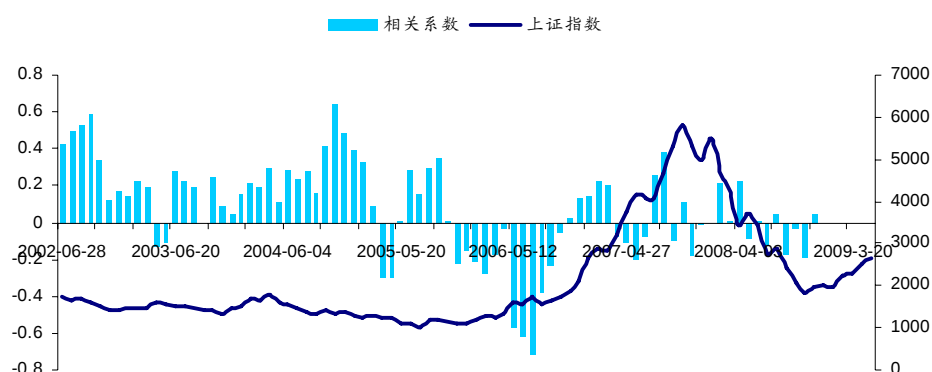
	相关系数	显著性 (p 值)
业绩延续性	-0.378	<0.0001
选股能力延续性	0.235	0.0004

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

从历史数据来看，我们也发现了这一规律，也就是说当市场趋势不变的时候，无论是上涨还是下跌，基金排名的延续性相对较好，而当市场发生变化的时候，无论是由涨转跌，还是由跌转涨，无论是由题材股转为价值股，还是价值股转为题材股，基金业绩的排名往往会出现较大变化，甚至出现明显的负相关。

我们在图 7 中列示了 2002 年到 2009 年，基金半年业绩延续性（历史半年业绩排名与未来半年业绩排名的相关性）与上证指数走势的关系，结果表明 2005 年之前基金的业绩延续性相对较好，而从 2005 年到 2006 年，当市场从盘跌转为上涨的时候，基金业绩排名出现了一定反转。在 2007 年 5.30 前后，当市场从题材炒作转为价值投资时，基金业绩的延续性也出现了负向变化，在 2007 年底指数见顶回落前后，基金业绩延续性也出现了负向变化，在 2008 年 10 月指数见底回升前后，基金业绩也出现了明显的负向变化，而在市场相对平稳，或者单边上涨和单边下跌过程中，基金业绩的延续性一直都保持了较好的稳定性。

图 7 2002-2009 年市场走势与基金半年业绩的延续性



资料来源：海通证券基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

今年下半年预计市场环境较上半年也会有较大转变，使得基金业绩延续性出现了负向变化，这会加大我们选择基金的难度。

3.1.4 小规模基金或将带来超额收益

基金的规模对基金业绩有一定的影响，在市场成交活跃的时候，基金规模对业绩的影响可能并不显著，而当市场成交比较低迷的时候，流动性问题对基金业绩的影响会非常明显。事实上，业绩本身也会对规模产生较大的影响，当基金业绩较好时可能引发较大的申购规模，当业绩较差时可能会产生较大的赎回规模，从而导致规模的变化而影响业绩。这里分别根据基金的 2004 年到 2008 年年报披露的数据，将每半年的规模按照从小到大分为三组，分别研究这三组基金在下一个半年的业绩表现情况，

统计发现中小规模基金的业绩在我们 9 个统计周期中有 5 次超过规模较大的基金，特别是在 2004-2005 年的筑底市和 2008 年的单边下跌市中悉数超越规模较大的基金。究其原因，主要在于市场大幅震荡，热点快速切换的情形下，规模相对较小的基金具有船小好掉头的优势，根据市场热点容易及时改变持仓结构；另外较小的规模，其受自身交易的冲击成本的影响也较小，其业绩也自然表现抗跌。同时值得注意的是，在市场快速上涨的阶段，如 06 年下半年、07 年上半年和 09 年上半年，规模较大的基金业绩都超过了规模较小的基金，这可能是因为在单边市中不需要基金进行频繁的择时操作，多动出错的概率反而会加大，而大规模基金仓位变动幅度一般较小，多数时间维持在较高水平，以致在市场快速上涨时获益较多。

展望 2009 年下半年，我们认为市场的波动会加大，在惯性上冲后甚至可能产生较大的回调风险，因此小基金容易发挥船小好掉头的优势而获得相对超额收益。

表 7 2004-2008 年各规模基金的历史业绩分析 (%)

规模情况	05 年上	05 年下	06 年上	06 年下	07 年上	07 年下	08 年上	08 年下	09 年上
规模较小	-2.77	6.18	52.23	36.09	61.23	31.88	-32.88	-17.60	33.11
中等规模	-2.12	7.13	59.77	39.08	65.21	35.62	-35.37	-21.42	34.96
规模较大	-4.40	6.11	48.90	39.55	64.20	35.78	-36.69	-23.27	36.18

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

3.1.5 经历完整牛熊市的基金经理或将带来超额收益

我国基金业从 1998 年发展至今已有 10 年的历史，有数百位基金经理参与了其中的

管理，新老基金经理资历和经历差距都比较大。在这 10 年中也经历了两轮的牛市熊市的交替，我们的研究发现，虽然任职年限并不一定越长越好，但经历过完整牛熊市的基金经理在 08 和 09 年业绩表现上的确优于其它基金经理。

我们考察了从 02 年-08 年不同时间开始担任基金经理的基金管理人在 08 年和 09 年上半年的收益和选股能力，结果显示，从 02 年开始任职的基金经理在 08 年和 09 年管理基金的平均收益，特别是选股能力明显超越其他年份开始担任基金经理管理的基金平均收益。应该说 2002 年任职的基金经理大都经历了 02-05 年完整的熊市以及 06-07 年完整的牛市，这种经验在 08-09 年的熊牛转换期起到了正面的贡献。当然，这不意味着任职年限越长，基金经理的管理能力就越好，我们从实证结果也看到了，基金经理任职期限并不一定是越长越好，比如 2004 年任职比 2005 甚至 2008 年任职的基金经理在 09 年上半年的业绩表现还要差，观察一个基金经理的资历，重要的是他是否经历了完整的经济周期，而不是任职年限。

当然经历了 06-09 年市场的牛熊交替之后，越来越多的基金经理会走向成熟，展望 2009 年下半年，我们仍然认为同等条件下，经历过多次牛熊周期的基金经理在未来的市场中有望获得超额收益。

表 8 2002-2008 开始任职基金经理在 08 和 09 年业绩表现分析 (%)

起始时间	08 年业绩 (%)	08 年选股能力	09 年上业绩 (%)	09 年选股能力
2002	-54	-2.57	42	4
2003	-57	-6.94	40	-4
2004	-56	-11.59	37	-13
2005	-53	-8.59	39	-7
2006	-51	-6.93	36	-10
2007	-52	-8.22	38	-8
2008			38	-5

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 (<http://fund.htsec.com>)

3.1.6 投研总监管理的基金或将产生超额收益

从基金公司的投资决策流程来看，投资总监和研究总监在整个公司的投资决策流程中发挥着十分重要的作用，我们的研究也发现，由投资总监或者研究总监管理的基金的平均收益水平通常会高于市场的平均水平。

我们依据各只基金在对基金经理介绍公告中，提取期间是被投资总监或者研究总监管理的基金，这里我们研究的对象仅为股票混合型基金，同时为了具有可比性，我们剔除了所有的指数型基金和偏债混合型基金，将投资总监或研究总监管理的基金同该期间同类型主动型基金相比，我们抽取了 27 个历史上可用的样本，结果显示投资总监或者研究总监管理的基金的业绩要强于同期的可比基金，我们的样本最早开始于 2002 年 3 月，截止到 2009 年 6 月，由于每个投研总监管理的期间跨度不同，我们考察月度平均超额收益，发现投研总监管理的基金月度平均超越可比基金 0.42%，并且在统计上呈现显著性结果。我们认为可能有两方面原因，一是投资总监或者研究总监本身就是由经验丰富、资历较深的人来担任，做出较好的业绩也不足为奇。另外在投资决策流程中，投资总监或者研究总监占有的资源也相对较多，在整个基金公司的岗位中举足轻重，依托此背景对其业绩可能有较大的正面贡献。从概率角度上来讲，有 63% 都获得了超越市场平均的收益，但也有 37% 的投研总监落后于市场，而且 04-05 年投研总监管理基金业绩落后于基金平均水平的概率相对较大，主要是因为当时基金整体业绩表现不错，相对市场指数的超额收益较高，而投研总监想获得更高的超额收益相对困难。

表 9 各时间段投研总管理基金业绩与同期可比基金平均业绩的比较

开始日期	结束日期	时间跨度(月)	该基金收益	可比基金收益	收益差额
02-3-18	05-4-12	37	0.10	0.09	0.01
02-10-5	06-2-24	41	0.24	0.20	0.04
03-7-28	05-7-30	24	0.08	0.05	0.03
03-7-28	05-7-30	24	0.08	0.05	0.04
04-1-9	05-3-19	14	-0.08	-0.02	-0.06
04-6-8	05-10-13	16	-0.01	-0.01	0.00
04-9-1	05-7-30	11	-0.01	0.01	-0.02
04-11-27	05-8-6	8	-0.12	-0.02	-0.10
06-3-19	09-6-1	38	2.33	1.96	0.37
06-3-23	09-6-1	38	2.50	1.92	0.58
06-5-24	07-11-22	18	2.17	1.85	0.31
06-5-27	07-5-10	11	1.30	1.13	0.17
06-6-29	09-6-1	35	1.43	1.13	0.30
06-7-29	07-5-22	10	1.08	1.15	-0.07
06-8-31	09-6-1	33	1.50	1.15	0.36
06-9-14	07-7-3	10	1.38	1.27	0.10
06-12-30	08-12-18	24	0.19	0.25	-0.06
07-1-1	08-12-18	24	0.11	0.25	-0.14
07-1-11	07-9-15	8	1.03	1.01	0.02
07-1-22	09-6-1	28	0.31	0.34	-0.03
07-2-14	08-2-27	12	0.95	0.72	0.23
07-3-15	07-5-10	2	0.43	0.26	0.17
07-3-20	07-11-22	8	0.42	0.66	-0.24
07-6-22	07-11-22	5	0.19	0.16	0.02
07-7-9	07-8-9	1	0.19	0.23	-0.03
08-1-10	09-6-1	17	-0.36	-0.34	-0.02
08-4-15	09-6-1	14	-0.08	-0.10	0.02

资料来源：海通证券研究所基金评价系统（<http://fund.htsec.com>）

3.2 2009 下半年封闭式基金折价率展望

3.2.1 老封基折价率或将先抑后扬

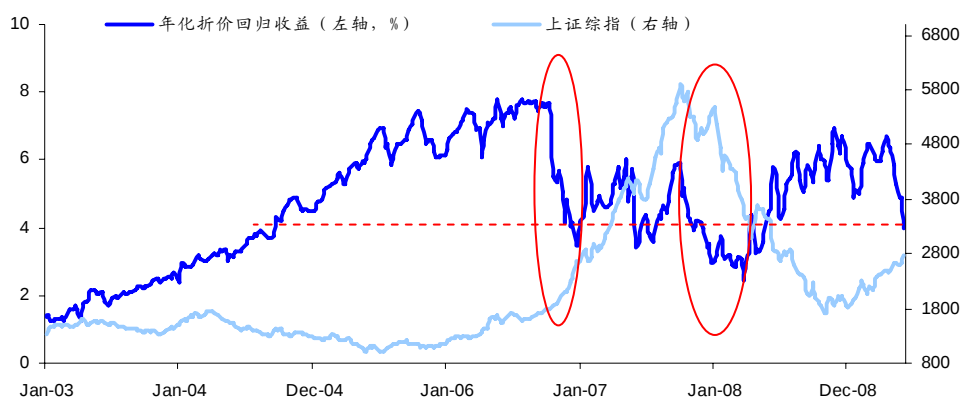
封闭式基金的收益无非来自两个方面：一是折价变化的收益，二是净值涨跌的收益。把握折价率的变化，不应该简单看绝对折价水平，更应该注重年化折价回归率，因为到期日的缩短会自然降低折价率的绝对水平，2009 年的 30% 的折价率也许就相当于 2005 年 50% 的折价率，时过境迁简单与历史的折价水平相比来判断未来折价率的走势往往会产生错觉。

从到期日较远的封闭式基金 2003 年以来的年化折价回归收益走势来看，03 年至 06 年上半年年化折价回归率一路上升，这主要是因为当时市场处于熊市，封闭式基金业绩表现较差缺乏大幅分红预期，而 06 年四季度在市场上涨的催化下，分红预期逐渐扩大，封闭式基金的年化折价回归收益迅速缩小。同样 07 年底 08 年初，大牛市给予了封闭式基金高额的分红，因此年化折价回归收益也出现一波下降，达到了历史底部。随后由于市场下跌，封闭式基金折价进一步拉大，年化折价回归收益增加。

09 年我们一直提醒投资者关注封闭式基金年化折价率已经具有一定的吸引力，因此建议投资者买入年化折价收益较高的封闭式基金。由于市场的上涨加上创新封闭式基金

长盛同庆上市预期会有溢价，封闭式基金二级市场表现强劲，折价快速缩小，截至到 5 月底年化折价回归收益接近 06 年底折价回归收益的最低点。从一季报以及近期的封闭式基金净值来看，一季度已实现收益为正的封闭式基金有 13 只，其中有 9 只封闭式基金单位净值超过 1 元，4、5 月市场上涨势必增加封闭式基金的分红潜力，但封闭式基金中期分红向来比较少，加上封闭式基金年化折价回归收益已经降至底部区域，我们预计封闭式基金折价率目前继续缩小的空间很小，甚至存在折价拉大的风险。当然到年底，在部分封闭式基金有望分红的预期下，封闭式基金在年化折价回归收益扩大后还有再次缩小的机会。

图 8 年化折价回归收益与上证综指走势对比



注：年化折价回归收益不包括基金天华、基金裕泽和基金金盛三只到期日较近的封基
资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>

3.2.2 创新封基折溢价展望

● 富国天丰折溢价率将维持窄幅波动，其溢价水平取决于超额收益。

富国天丰基金是一只纯债型封闭式基金，我们之前也论证过，富国天丰基金的折价率不会很高，因为无论从美国各类封闭式基金折价率看，债券型基金的折价率普遍低于股票型基金，并且富国天丰的存续年限只有三年，也明显比同类股票型基金短。目前富国天丰基金处于溢价状态，其溢价的原因主要来自其业绩好于同类基金的平均水平。08 年前五个月，纯债型基金的平均净值增长率为 0.8%，而富国天丰基金实现净值增长 4.63%，远远超越可比基金的平均水平。但是我们认为富国天丰的溢价水平不会超过其超额收益率，如果其溢价水平超过超额收益率，那么二级市场买入富国天丰不能获得超越申购其他开放式纯债基金的平均收益。

● 瑞福进取溢价大幅攀升将受抑制

瑞福进取是一个杠杆型基金。从理论上来说，瑞福进取在市场上涨的过程中，倾向出现溢价，因为它的预期收益会超越市场的平均水平，而在市场下跌的过程中，倾向出现折价，因为它的预期损失会超越市场平均水平。然而瑞福进取上市后的表现却与理论相反，瑞福进取上市的时候已经获得了较大收益，很多投资者忙于获利了结，因此出现了一些折价，但在随后的市场下跌过程中，瑞福进取却出现长期溢价，市价下跌低于净值的跌幅，而在今年以来的反弹中，瑞福进取的溢价率却大幅下降。从美国市场目前的情况来看，杠杆型基金整体仍然处在折价状态。瑞福进取的大幅溢价有一定的非理性因素，但稀缺性以及市场上存在高风险收益偏好的投资者是重要的原因之一，加上同庆 B 上市后，市场的稀缺性有所缓冲，瑞福进取的溢价率的大幅攀升将受到抑制，但是在市场的反弹过程中，瑞福进取基金会有较多的交易性机会。

● 长盛同庆 A 类溢价水平可能上升，B 类可能仍将折价。

目前长盛同庆 A 类处于溢价状态。以 5 月 27 日的收盘价 1.035 元以及三年到期后 1.168 元的期末净值计算，同庆 A 的年平均单利为 4.28%，高于三年期企业债的平均收益率。我们认为同庆 A 的折溢价水平跟基础利率和投资股票的机会成本高低有很大关系，当基础利率低且股票市场整体机会不大的情况下，同庆 A 很容易出现溢价，反之当基础利率提高或者股票市场整体出现较大机会的时候，同庆 A 的溢价会下降甚至出现折价。我们认为今年下半年升息预期不强加上市场调整的可能性较大，因此同庆 A 目前仍具有一定吸引力，可能会导致其溢价率小幅上升，但是上升的空间不会太大。

长盛同庆 B 目前处于折价状态，但显著小于传统封闭式基金，这与我们之前的预期比较接近。同庆 B 之所以没有出现象瑞福进取那样的溢价，主要有两方面原因，一是同庆 B 的融资风险高于瑞福进取，同庆 B 以所有本金为 A 类提供收益保障，而瑞福进取则以期末净值和累计分红的最小值为瑞福优先提供保障，二是同庆 B 的规模显著大于瑞福进取，而且低风险偏好的保险公司比例较大，抑制了炒作空间。整体来看，在未来市场上涨动能减弱，甚至可能出现调整的行情中，同庆 B 处于折价状态的可能性较大，但是不排除折价拉大后或者市场短期上涨带来的脉冲行情。

● 大成优选、建信优势折价跟随老封基但向下有支撑。

前面我们也分析过，大成优选基金与建信优势基金的折价率走势，与到期日相近的基金开元和基金金泰相比，比较接近，但其折价大部分时期小于可比基金，这可能是由于救生艇条款对它们的二级市场表现起到了一定作用。我们预计大成优选和建信优势基金整体走势与可比基金的走势较为相似，但是大成优选的折价率在 20% 这个位置上将有强支撑，而建信优势的折价率在 15% 处有支撑。

3.3 2009 年债券与货币型基金业绩展望

3.3.1 债券市场基本面不佳导致债基缺乏盈利增长点

2009 年下半年，除世界经济复苏仍存在忧虑外，国内经济、通胀水平、资金面等都将对债券市场产生负面的影响。我国债市在经历快牛、震荡后，可能存在较大的风险，这对债券基金极为不利。09 年下半年的信用债投资仍然存在结构性的机会，以中短久期为宜，信用债投资能力较好的债券基金有望获得少许超额收益。

对于偏债基金来说，虽然可以少量投资股票市场，但目前 A 股市场出现中期调整的风险越来越大，而且偏债基金的强项也不在于投资股票市场，偏债基金也缺乏明显的投资机会。

3.3.2 新股开闸对小规模且可以网下申购的债基有一定提升

不过我们也看到 2009 年下半年 IPO 重启，将会给一些债券基金带来新的投资机会。从表 10 来看，最近 5 年资金网上申购新股收益率可达 0.36%，年化收益比较可观，而且网下配售的收益率要大幅超过网上资金收益率，同时债券型基金可通过债券回购市场提高资金杠杆，进而获取更高的收益，因此，新股收益以往一直是债券基金重要的收益来源之一。

表 10 资金申购新股上市首日收益率 (%)

年份	上市公司家数	平均网上中签率 (%)	上市首日平均涨幅 (%)	资金收益率 (%)
1998	95	0.71	1.32	0.59
1999	96	0.76	1.12	0.58
2000	128	0.54	1.46	0.51
2001	77	0.59	1.38	0.48
2002	23	0.24	1.41	0.23

2003	2	0.46	0.20	0.10
2004	1	1.16	0.78	0.91
2006	64	0.42	0.86	0.24
2007	123	0.34	1.91	0.44
2008	76	0.11	1.16	0.10

资料来源：海通证券研究所，wind 数据

但是目前新的 IPO 机制可能使未来债券基金申购新股的收益会有所限制，本次新股发行制度改革，透露出管理层要均衡一级市场利益分配的意图，并向一般投资者倾斜。机构新股套利的优势在新的制度中被一一限制。参与同一股票发行只能选择网下或网下任一方式，而不能同时进行。网上单一申购帐户上限不超过发行股数的千分之一。上述两个条件对以资金优势、申购渠道优势的基金非常不利，特别是网上申购的资金优势明显丧失。而有些债券基金契约中规定，新股上市后首日或者 60 日以内必须卖出，由于网下申购一般有三个月的锁定期，这类基金一般只能进行网上申购，因此 IPO 新机制对这类债券基金非常不利，导致其申购新股的收益会很小。即使能进行网下申购的基金，由于大量机构被迫转到网下申购后，网下申购的中签率也会下降。此外，发行定价市场化进一步削减了新股套利空间，在取消了“人情询价”、“行政指导询价”后，发行价格和市场同类公司估值水平会接近，从而导致了套利空间的收窄。

总体来看，新股发行重启对于目前债券型基金的新股收益是个从无到有的过程，是一个积极的信号，但是由于在申购机制方面的改革，导致新股申购带来的收益同以前相比将有所下降，特别是对于只能在网下申购的债券基金来说，新股收益甚至可以忽略不计。整体上，我们认为 IPO 将带给债券基金新的投资机会，尤其对于小规模债基和可以在网下申购的债基的提升效应更为明显，预计这类基金下半年将可能获得 1%-2% 的净值增长。对于货币式基金来说，新股发行带来的回购利率上升对于其收益也将发挥积极的正面影响，但是由于网上申购对于单户申购上限的限制，这将使得对资金面的需求较以往有所降低，单个新股对货币式基金产生的收益也将不如从前。在低利率环境下，货币基金总体仍将保持较低的收益水平。

4. 2009 年下半年基金投资策略

4.1 缺乏整体性机会 精选股基仍是次优选择

海通策略认为，2009 年下半年，上市公司业绩和流动性都不再支持 A 股市场 PE 继续回升；对 2010 年宏观经济可能出现反复的预期，将会导致 A 股市场出现中期调整。我们总体上对股票和混合型基金维持相对谨慎的态度。2009 年下半年债券市场也不容乐观，除世界经济复苏仍存在忧虑外，国内经济、通胀水平、资金面等都将对债券市场产生负面的影响，虽然新股 IPO 的开闸将会给债券基金带来一定收益，但新股发行制度改革将会压缩债券基金申购新股的收益。目前封闭式基金的折价率也下降得较快，折价率继续缩小的空间不大。因此，2009 年下半年，基金市场缺乏整体性的投资机会。从相对投资价值来看，我们认为股基仍然是次优选择，精选股票混合型基金仍然有望获得超过债券型基金的回报。

4.2 股混型开基：把握趋势投资 关注选股能力

尽管我们对下半年市场的看法相对谨慎，但市场往往会有一定惯性，思维定势形成后很难快速改变，市场的走势很可能会超越理性判断，因此我们建议一般投资者对于股票型基金应该采用趋势投资。所谓趋势投资是指当市场趋势形成之后再行投资，买卖都在趋势的右侧进行，因为期望准确预测短期的顶部和底部而进行择时操作的往往是小概率事件，因此，当市场处于上涨趋势的时候，应该继续持有股票型基金，在市场出现明显拐点的时候，再考虑卖出。对于踏空本轮反弹的投资者来说，应该在保持谨慎的心态下控制仓位，最好以场内交易的基金品种短线投资。

从基金的选择方法来看，一是优先关注基金的选股能力。在市场变化较大的情况下，不能简单看过去的历史业绩，因为基金的业绩延续性相对较低，我们认为 2009 年下半年相对上半年市场将出现较大的不同，高仓位对基金业绩或将呈现负贡献，因此我们要避开那些历史上单纯依靠高股票仓位取得较好业绩的基金，重点关注选股能力强的基金；二是挖掘择时能力较强的混合型基金，理论上来说在波动较大或者可能出现转折点的市场，应该优先选择择时能力强的基金，然而遗憾的是我国擅长择时的基金并不多，而且基金的规模较大也不允许基金灵活择时，所以择时能力应该次于选股能力考虑；三是同等条件下优选规模较小且由公司投资或研究总监管管理，或者基金公司运用固有资产投资较多的基金。四是选择公司的整体实力，由于市场的有效性增强，基金经理的历史经验或难获得超额收益，这在一定程度上说明选择基金的重点应该转向基金公司。

此外，由于市场的波动可能较大，带来良好的波段操作机会。在市场震荡较大的时候，投资者可以利用指数基金特别是交易成本低廉的 ETF 基金适当进行一定的波段操作。

4.3 封闭式基金：短期折价风险加大 把握新的中期买入点

今年以来，随着市场的反弹，老的封闭式基金的折价率大幅下降，导致年化折价回归收益已接近历史底部，加上目前缺乏分红刺激，因此老封闭式基金折价率继续缩小的空间不大，甚至可能会拉大，投资者应该注意风险。而且如果下半年 A 股市场出现中期调整，那么老的封闭式基金的折价率可能进一步扩大。当然，由于下半年 A 股市场不可能是单边下跌市，仍存在一些结构性机会，因此，老的封闭式基金的投资机会可以关注两个方面：一是折价扩大后带来的新的折价回归收益，在距离到期日较远的情况下，封闭式基金折价率一般处在一个区间波动，目前折价率处在相对低位，但我们相信在折价率拉大之后还存在再次回归的波段机会，我们以年化折价率回升至 7%-8% 作为可以买入的标准；二是封闭式基金在年底的分红行情，传统封闭式基金分红多数一年一次且集中在年报披露期间，但在年底就有所反映，从目前封闭式基金的净值来看，已经有一些基金具有分红潜力，可以关注。目前的创新封基如大成优选和建信优势的分红次数较多，但由于目前净值较低，分红机会相对渺茫。

对于创新封闭式基金来说，我们对瑞福进取的溢价率始终保持相对谨慎的态度，但是从近期的表现中，投资者可以观测到，如果市场上涨时，瑞福进取基金的二级市场走势非常强劲。因此在下半年的波动市场中，激进的投资者可以积极把握短暂的交易性机会。对于低风险偏好的投资者可以参与富国天丰基金和同庆 A 基金的投资。虽然下半年债券市场整体机会不大，但是信用债等产品仍具有一定的投资价值，并且从上半年富国天丰的业绩来看，其债券投资能力较强，因此低风险投资者可以适度参与。同庆 A 的简单收益较企业债更具有吸引力，也是较好的低风险投资工具。

4.4 债券型基金：整体看淡的情况下精选三类债基

虽然我们看淡债券基金整体性的投资机会，但对风险承受能力低的投资者也可以精选部分债券型基金进行投资，一是关注信用债投资能力强的基金，这类基金可能会产生一定超额收益，二是关注小规模且可以参与网下申购新股的债券型基金，新股的开闸对他们业绩的提升相对明显；三是对流动性要求较高的投资者来说，可以选择一些业绩优良的 B 类债基作为流动性管理工具，B 类债基一般没有申购费，持有较短时间也可以免赎回费，当然 B 类债基比一般债基多了销售服务费，但这个费用很低，只有 0.3%。由于债券基金整体收益不大，申购赎回费占比较大，因此优秀的 B 类债基对持有期限较短的投资者来说是一个良好的选择，当然这类基金的风险和收益大于货币基金。

由于 2009 年下半年 A 股市场出现中期调整的可能性较大，偏债基金投资股票的能力也不是太强，低风险投资者可以采用优秀纯债基金或者货币基金加少量优秀股基的方式取代偏债型基金。

4.5 货币型基金：收益或将微升仍是流动性管理工具

在股票市场调整风险越来越大的情况下，投资者持有的现金可以利用货币市场基金作为管理工具。下半年货币基金整体收益将会有所上升，一方面目前短期债券收益率处于低位，而且通货膨胀预期比较强，这将导致货币市场收益率提升的可能性较大，另外一方面伴随新股 IPO 的即将开闸，对资金的需求上升，导致银行间回购和拆借利率攀升，这也会增加货币式基金的收益。投资者可以适当关注那些久期较短的货币基金，因为在货币市场收益率上升的背景下，久期短的货币基金可以增加买入新券种的速度而尽快享受较高的利率。

5. 推荐组合

通过对基金历史表现进行分析，并结合对未来市场走势的研判，我们推荐出不同风险程度的基金投资组合，对于同一基金公司同一类型基金只选择一只基金。我们考察的重点是推荐的基金投资组合与市场基金收益的关系，目的是看该组合是否能够战胜市场。

表 11 推荐组合

基金类型	基金名称	基金经理	过去一年净值增长率 (%)	过去半年净值增长率 (%)	过去一季度净值增长率 (%)	备注
开放式股票 混合型	兴业社会	傅鹏博、刘兆洋	22.28	59.46	27.71	
	交银稳健	郑拓	-0.34	48.28	30.65	
	博时特许	陈亮	24.67	36.74	25.68	
	嘉实研究	刘红辉、党开宇	38.73	46.20	22.54	
	华夏复兴	孙建冬	11.04	55.99	29.01	
	华安宏利	尚志民	-6.11	47.84	23.61	
	银华优选	陆文俊	-5.99	48.09	30.34	
	易方达价值	潘峰	-12.48	51.42	28.47	
	富国天瑞	宋小龙	-6.90	53.22	23.47	
QDII	50ETF	方军	-26.10	41.25	15.92	把握脉冲行情
	海富通海外	陈洪	-	60.68	63.24	
	基金金泰	唐珂	-9.41	33.33	18.82	
封闭式	基金普惠	冀洪涛	-15.57	28.31	18.21	
	基金裕阳	周力	-4.73	38.64	23.27	
债券型	富国天丰	饶刚、钟智伦	-	-	3.18	
	工银添利	江明波	16.42	7.98	3.39	
货币型	万家货币	张旭伟	3.51	1.21	0.47	
	华夏现金	曲波	3.52	1.27	0.51	

注：A、B、C 型的基金我们只用 A 类基金的业绩

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>，收益率截至 2009.5.31

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com