

股票仓位上调空间有限，金融地产超配比创新高

——2009 年 2 季报数据解读

基金研究员

冶小梅

0755-82493609

yexm@lhq.com

超百亿基金占比上升，基金股票资产在 A 股占比下降

截止 2009 年二季度末，全市场已成立运作的基金总数为 501 支，总规模 2.31 万亿，其中股票型+混合型基金占比 86.66%，接近 2008 年中报水平；全部基金份额较 2009 年一季度下降 -1.63%，全部基金资产净值环比上升 14.84%，同比升 10.34%。二季度期间基金出现了微小赎回，主要来自债券和货币基金，赎回集中出现在业绩非常优异和业绩非常不理想的基金公司。但是基金净值增长对基金总规模的正贡献远大于基金份额缩减的负贡献。

50 亿元以下的基金规模占到股票方向基金资产规模的 24.49%；50~100 亿元基金的资产规模占股票方向基金的 26.63%；100 亿元以上基金的资产规模占股票方向基金总规模的 48.88%，相比 2008 年中期，超百亿规模基金占比略升 2.17 个百分点。由规模分布来看，大市值股票依然是基金配置的核心。

全部基金股票资产在 A 股流通市值中的占比近年来呈现下降趋势，从 2007 年 2 季度的 22.60% 降至到 2009 年二季度的 16.93%。基金这个追求相对收益的投资群体对 A 股市场的影响力在下降，也可以说追求绝对收益的群体比例在上升。

股票仓位上调空间有限，板块或风格轮动可能更突出

过去 22 个季度股票型基金的平均股票仓位 75.24%，仓位中值为 75.16%，最高仓位 84.06% 出现在 2007 年三季度，2009 年二季度末 83.87% 的仓位水平逼近历史最高；混合型基金过去 22 个季度的平均股票仓位为 66.13%，仓位中值为 66.45%，历史最高仓位为 76.11%，2009 年二季度末的仓位水平 75.58% 也逼近历史最高水平。单从股票仓位的历史变化看，目前股票方向基金的仓位水平继续上调的空间非常有限。

金融保险与房地产这两个行业在 2009 年二季度末相对市场自然权重超配程度是自 2004 年以来的最高水平，其中，金融保险超配 7.54 个百分点，地产超配 3.56 个百分点。交运仓储业是历史相对当期行业自然权重低配程度最高的。统计 2006Q1 到 2009Q2 期间整个基金行业的持股集中度，目前的整个基金行业个股投资集中度在历史中上水平，羊群效应突出。

基金群体在可支配现金极为有限且投资集中度又在历史高位的情况下，倘若市场不发生重大调整，要赚取超额收益基金可能将更重视板块间的相对收益，预计未来板块或者风格轮动特征会比较突出。

业绩与规模互促进，10 支基金涨幅超越沪深 300 指数基金

在 60 家基金公司中，华夏、博时、嘉实、南方和易方达五家公司管理资产规模过千亿，五家合计管理基金资产规模达到 7472 亿元，占到整个基金行业的 32%；规模最小的 20 家基金管理公司合计管理规模占比不到全行业的 6%。基金管理规模分化严重，而结合股票盈利能力在分阶段的排名看，业绩持续领先的基金管理规模增长比较快。

2009 年上半年上证指数涨幅 62.53%，沪深 300 指数涨幅 74.20%。股票型+混合型基金平均净值复权单位增长率为 45.52%，涨幅最高的国投瑞银瑞福进取净值增长达到 107.47%，其次是易方达深证 100ETF 和中邮核心优选。净值增长超越沪深 300 指数基金的基金共有 10 支，超越上证指数涨幅的基金共有 37 支。

从 2009 上半年和 2008、2007、2006、2005 四个单年度基金管理公司的股票方向（剔除指数基金和 QDII，采取分级靠档加权）的盈利能力排名来看，兴业全球、华夏、博时、易方达、广发、交银施罗德、鹏华和华宝兴业这八家基金管理公司盈利的持续领先能力最为突出。金鹰、华安、信诚等在最近两年的牛熊转化中表现成熟稳重。

目 录

基金行业主要数据	3
类别基金结构——股票基金份额有增, 债券和货币基金赎回多	3
基金规模分布——超百亿规模基金占比较同期略有上升	3
基金股票资产净值占市场比——基金对市场的影响力在下降	4
资产配置分析	4
股票仓位——上调的空间非常有限.....	4
行业配置——金融保险与房地产的超配创历史新高.....	5
重仓股——投资集中度在历史中上水平	6
基金管理公司规模及盈利能力排名	7

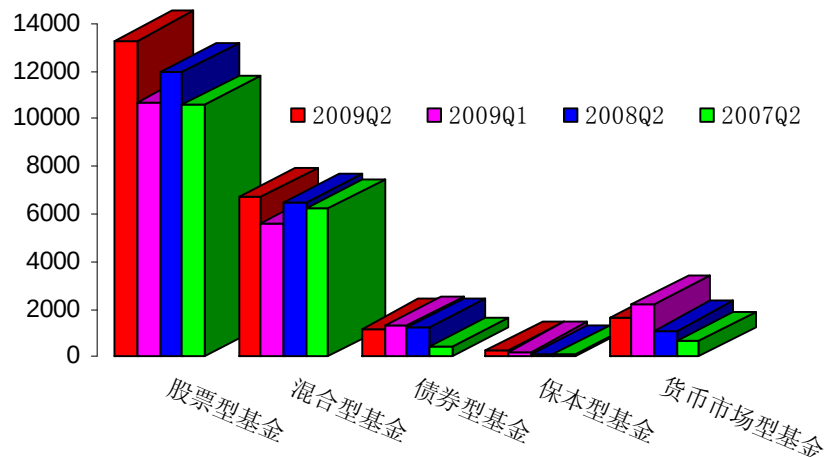
基金行业主要数据

类别基金结构——股票基金份额有增，债券和货币基金赎回多

截止 2009 年二季度末，全市场已成立运作的基金总数为 501 支，总规模 2.31 万亿，其中开放式基金资产规模占 95.25%，封闭式基金占比 4.75%；股票型+混合型基金占比 86.66%，环比有 5 个多点的增加，接近 2008 年中报 87.96% 的水平；全部基金份额较 2009 年一季度下降-1.63%（股票型份额环比微增 2.68%，混合型基金微降 0.16%，货币基金和债券基金的份额降幅分别超过 12%、26%），较 2008 年 2 季报微增 1.16%；全部基金资产净值较 2009 年一季度环比上升 14.84%，较 2008 年 2 季报同比上升 10.34%。

二季度期间基金出现了微小的赎回，主要来自债券基金和货币市场基金，但是基金净值增长对基金总规模的正贡献远大于基金份额缩减的负贡献。赎回集中出现在业绩非常优异的基金公司和业绩非常不理想的基金公司。

图 1、类别基金资产规模季度变迁（单位：亿元）



数据来源：wind， 数据整理：联合证券研究所

基金规模分布——超百亿规模基金占比较同期略有上升

50 亿元以下的基金共有 238 只，这部分基金规模占到股票方向基金资产规模的 24.49%；50~100 亿元规模区间内共有 75 只基金，这部分基金资产规模占股票方向基金的 26.63%；100 亿元以上的共有 63 只，这部分基金资产规模占股票方向基金总规模的 48.88%，相比 2008 年中期，超百亿规模基金占比略升 2.17 个百分点。由此规模结构分布来看，大市值股票依然是基金配置的核心。

表 1、股票型&混合型基金规模分布

基金规模区间	2009 年中期 基金个数	2009 年中期 基金规模 (亿元)	2009 年中期 规模占比	2008 中期 规模占比	2007 年中规 模期占比
≥200 亿元	12	2939	14.36%	13.43%	13.63%
≥100 亿元, <200 亿元	51	7065	34.52%	33.28%	35.53%
≥50 亿元, <100 亿元	75	5449	26.63%	30.43%	35.24%
≥10 亿元, <50 亿元	168	4741	23.16%	21.94%	15.02%
<10 亿元	70	273	1.33%	0.92%	0.57%

数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

基金股票资产净值占市场比——基金对市场的影响力在下降

全部基金股票资产在 A 股流通市值中的占比近年来呈现下降趋势, 从 2007 年 2 季度的 22.60%降至到 2009 年二季度的 16.93%。单从该数据看, 基金对 A 股市场的影响力在下降。

表 2、2009 年 2 季度末全部基金股票资产占 A 股总市值和流通市值的比

	占总市值比	占流通市值比
2009 Q2	6.24%	16.93%
2009 Q1	5.95%	17.19%
2008 Q2	5.58%	20.90%
2007 Q2	6.23%	22.60%

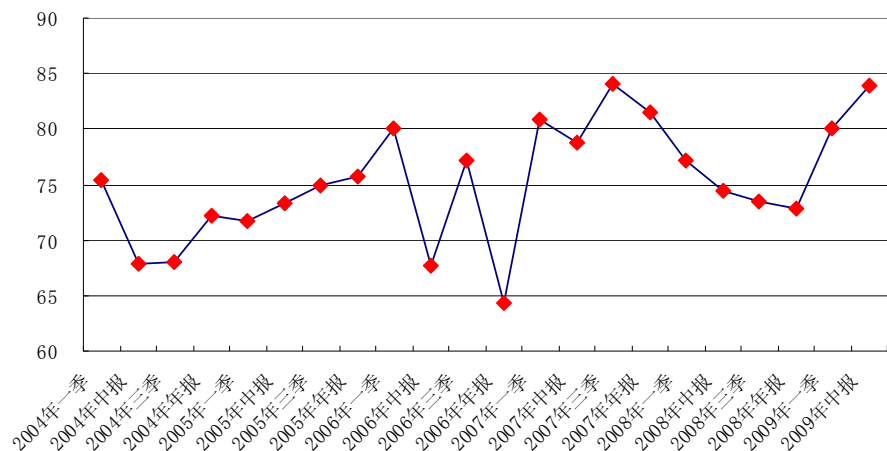
数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

资产配置分析

股票仓位——上调的空间非常有限

过去 22 个季度股票型基金的平均股票仓位 75.24%, 股票仓位中值为 75.16%, 最高仓位 84.06%出现在 2007 年三季度, 2009 年二季度末 83.87%的仓位水平远远高于历史均值和中值, 逼近历史最高。

图 2、股票型基金股票仓位季度变迁



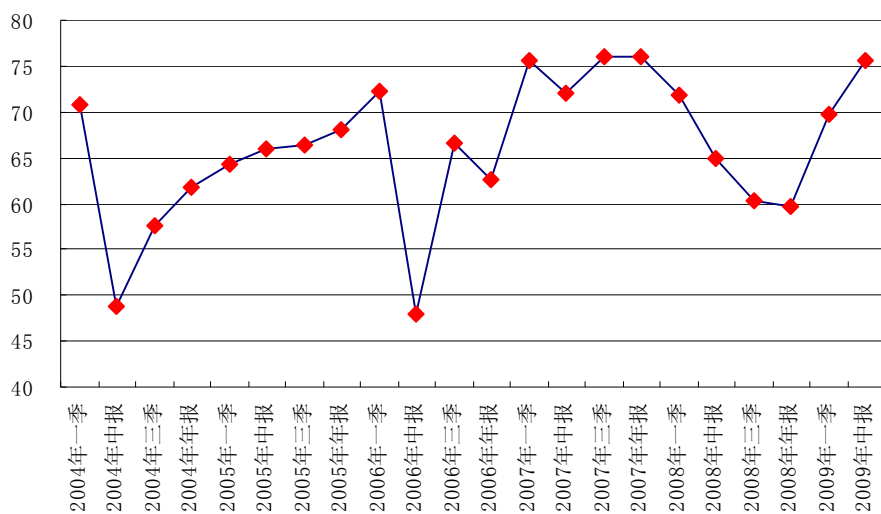
数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

混合型基金过去 22 个季度的平均股票仓位为 66.13%, 仓位中值为 66.45%, 历

史最高仓位水平为 76.11%，2009 年二季度末的仓位水平 75.58% 已远高于历史均值和中值，并且逼近 2007 年三季度的历史最高仓位水平。

单从股票仓位的历史变化看，目前股票方向基金的仓位水平继续上调的空间非常有限。

图 3、混合型基金股票仓位季度变迁



数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

行业配置——金融保险与房地产的超配创历史新高

我们选择 2004 年以来的 22 个季度的行业配置数据，从基金对各大行业配置比重与市场当期各行业自然权重的比较来看，金融保险与房地产这两个行业在 2009 年二季度末相对市场自然权重超配程度是自 2004 年以来的最高水平，金融保险与地产行业 2009 年二季报的市场自然权重合计为 27.58%，而整个基金行业对这两个行业的配置占到基金股票资产的 38.43%。其中，金融保险超配 7.54 个百分点，地产超配 3.56 个百分点。相反，交运仓储业是历史相对当期行业自然权重低配程度最高的，相对行业自然权重低配 2.20 个百分点。

表 3、2009 年二季度末相对标准行业超配或低配情况 (%)

代 码	行业	2009q2	历史最 高	历史最 低	历史均 值	历史中 值
I	金融、保险业	7.54	7.54	-2.93	1.90	1.04
J	房地产业	3.56	3.56	-1.00	0.96	1.12
H	批发和零售贸易	0.91	4.34	-3.57	0.29	0.81
B	采掘业	0.82	6.19	0.16	2.68	2.38
C0	食品、饮料	0.24	6.57	-0.25	2.23	2.28
L	传播与文化产业	-0.06	0.79	-0.11	0.22	0.12
C2	木材、家具	-0.07	0.16	-0.07	0.00	0.00
E	建筑业	-0.10	0.48	-1.17	-0.63	-0.72
K	社会服务业	-0.20	0.85	-1.63	-0.30	-0.29
C99	其他制造业	-0.21	-0.21	-0.62	-0.43	-0.44
C3	造纸、印刷	-0.25	0.26	-0.87	-0.30	-0.26
C8	医药、生物制品	-0.38	2.08	-2.52	-0.33	-0.37
C7	机械、设备、仪表	-0.78	1.81	-4.70	-1.00	-0.71
C6	金属、非金属	-0.81	3.03	-3.45	-0.02	0.40
A	农、林、牧、渔业	-0.91	-0.46	-1.32	-0.79	-0.75
C1	纺织、服装、皮毛	-1.08	-1.08	-2.06	-1.49	-1.52
C5	电子	-1.16	-0.85	-2.01	-1.28	-1.18
M	综合类	-1.31	-1.31	-5.81	-3.40	-3.25
C4	石油、化学、塑胶、塑料	-1.68	1.21	-2.63	-0.99	-1.20
G	信息技术业	-1.86	1.58	-2.64	-0.68	-0.81
F	交通运输、仓储业	-2.20	11.52	-2.20	2.93	0.22
D	电煤及水的生产和供应业	-2.44	4.31	-3.35	-0.74	-2.36
C	制造业	-6.26	1.47	-10.25	-3.62	-3.36

数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

重仓股——投资集中度在历史中上水平

统计 2006Q1 到 2009Q2 期间整个基金行业的持股集中度, 持股市值占基金股票投资市值比最高的 10 支个股、30 支个股的集中度最高分别达到 26.87% 和 40.75% (均出现在 2006 年四季度), 最低分别为 8.52% 和 14.33% (均出现在 2008 年 4 季度)。2009 年 2 季度末这两个指标分别为 21.44% 和 32.01%, 投资市值比最高的 10 支个股的集中度远高于历史均值和中值, 但是离最高值尚有提升空间, 而投资市值比最高的 30 支个股的集中度在历史均值和中值附近, 离最高水平也有较大提升空间。总体来看, 目前的整个基金行业个股投资集中度在历史中上水平, 羊群效应突出。

表 4、全部基金行业个股投资集中度 (2006Q1~2009Q2)

	2009Q2	历史均值	历史中值	最高	最低
占基金股票市值比重最高的 10 支股票	21.44 %	19.65 %	19.66 %	26.87% (2006Q4)	8.52% (2008Q4)
占基金股票市值比重最高的 30 支股票	32.01 %	31.31 %	32.01 %	40.75 % (2006Q4)	14.33 %(2008Q4)

数据来源: wind, 数据整理: 联合证券研究所

表 5、持股市值占基金股票投资市值比最高的十支个股(%)

	2009q2		2008q4		2008q2		2007q2
招商银行	3.44	招商银行	1.55	招商银行	4.84	招商银行	4.38
中国平安	3.14	贵州茅台	1.15	浦发银行	2.44	浦发银行	2.57
浦发银行	3.04	中国平安	0.93	贵州茅台	2.07	万科 A	2.37
兴业银行	2.57	苏宁电器	0.90	中国神华	1.62	中国平安	2.13
民生银行	2.33	浦发银行	0.87	苏宁电器	1.59	中信证券	2.11
万科 A	2.28	中信证券	0.82	盐湖钾肥	1.44	苏宁电器	1.35
贵州茅台	1.34	万科 A	0.66	万科 A	1.33	贵州茅台	1.19
中信证券	1.32	盐湖钾肥	0.61	中信证券	1.25	民生银行	1.02
工商银行	1.03	特变电工	0.56	中国平安	1.25	烟台万华	0.99
保利地产	0.96	中国神华	0.46	长江电力	1.15	长江电力	0.95
合计	21.44		8.52		18.98		19.08

数据来源: wind,

数据整理: 联合证券研究所

基金管理公司规模及盈利能力排名

截止 2009 年 6 月 30 日, 在 60 家基金公司中, 华夏、博时、嘉实、南方和易方达五家公司管理资产规模过千亿, 五家合计管理基金资产规模达到 7472 亿元, 占到整个基金行业的 32%。规模最小的 20 家基金管理公司合计管理规模仅占总行业的 6%。基金管理规模分化严重, 而结合股票盈利能力在分阶段的排名看, 业绩持续领先的基金管理规模增长比较快。

2009 年上半年上证指数涨幅 62.53%, 沪深 300 指数涨幅 74.20%。股票型+混合型基金平均净值复权单位增长率为 45.52%, 涨幅最高的国投瑞银瑞福进取净值增长达到 107.47%, 其次是易方达深证 100ETF 和中邮核心优选。净值增长超越沪深 300 指数基金的基金共有 10 支, 超越上证指数涨幅的基金共有 37 支。

从 2009 上半年和 2008、2007、2006、2005 四个单年度基金管理公司的股票方向 (剔除指数基金和 QDII, 采取分级靠档加权) 的盈利能力排名来看, 兴业全球、华夏、博时、易方达、广发、交银施罗德、鹏华和华宝兴业这八家基金管理公司盈利的持续领先能力最为突出。除此之外, 金鹰、华安、信诚等在最近两年的牛熊转化中表现成熟稳重, 牛熊市业绩都能持续领先。

表 6、60 家基金公司股票综合投资能力排名（按 2009 年 2 季报管理资产规模降序排列）

基金管理公司	份额合计 (亿份)	资产合计 (亿元)	2009 年上 半年	2008	2007	2006	2005	加权平均净值增长率排名	成立日期	总经理
华夏	1927.108	2499.281	27	1	4	7			19980409	范勇宏
博时	1382.811	1411.938	20	14	9				19980713	肖风
嘉实	1396.196	1232.739		13		10			19990325	赵学军
南方	1163.877	1167.598			12				19980306	高良玉
易方达	985.2085	1160.846		8		11	3		20010417	叶俊英
广发基金	951.5549	987.1505	7		8	4	1		20030805	林传辉
大成	1099.601	938.588	12			5			19990412	王颢
华安	783.463	796.29	24	17			2		19980604	俞妙根
交银施罗德	535.172	625.4789	4	15					20050804	莫泰山
上投摩根	603.884	602.5372			6	1			20040512	王鸿嫔
银华	514.0059	598.0699	18						20010528	王立新
汇添富	587.704	596.0987		16					20050203	林利军
富国	623.5355	593.7963		12					19990413	窦玉明
融通	536.9557	572.474	14		14				20010522	吕秋梅
景顺长城	573.2483	537.3545				2			20030612	吴建军
鹏华	491.4789	536.5447	10			6	6		19981222	邓召明
工银瑞信	509.5697	487.0018		10					20050621	郭特华
华宝兴业	465.5415	484.0024	9		11		8		20030307	裴长江
诺安	525.8145	473.9829				8			20031209	奥成文
海富通	536.7535	455.0732	21						20030401	田仁灿
长城基金	518.4548	446.2882	17				7		20011227	关林戈
长盛	447.0259	438.7854					5		19990326	陈礼华
国泰	472.389	433.2328	8						19980305	金旭
中邮创业	476.515	416.6358	2						20060508	周克
招商基金	381.1524	382.2199				9			20021227	成保良
兴业全球	289.4086	377.0988	22	2	1				20030930	杨东
建信	406.5985	375.6772	16						20050919	孙志晨
光大保德信	402.785	360.4693	5		2				20040422	傅德修
国投瑞银	306.0613	287.99	6						20020613	尚健
泰达荷银	253.673	259.013				3	4		20020606	缪钧伟
中银	254.3061	245.9743		6	13				20040812	陈儒
长信	274.59	223.2552			7				20030428	蒋学杰
中海	247.1061	200.7778							20040318	康伟
友邦华泰	218.3718	194.6264	13						20041118	陈国杰
国海富兰克林	148.1067	170.1781		5	15				20041115	金哲非
万家	188.1547	153.3981							20020823	李振伟
泰信	171.4985	141.9561							20030508	高清海
申万巴黎	176.9162	141.1069							20040115	毛剑鸣
银河基金	125.8284	126.5389		4					20020614	裴勇
信诚	133.1287	120.3182	28	11					20050930	王俊锋
农银汇理	98.5297	111.9789	11						20080318	许红波
宝盈	128.0576	111.7932							20010518	陆金海
东方基金	118.5684	99.0713	15		5				20040611	李维雄

汇丰晋信	83.469	97.7275			20051116	李选进
华商	95.3687	96.7346	1		20051220	余路明
国联安	97.5209	91.9094			20030403	许小松
信达澳银	83.5687	89.1598	23		20060605	王重昆
东吴	91.5233	81.7431		7	20040902	徐建平
益民	94.0198	73.9031			20051212	宋瑞来
华富	75.0235	60.8921			20040419	谢庆阳
金鹰	58.9358	56.5279	19	9	20021225	詹松茂
天治	89.0063	55.6175			20030527	祖煜
诺德	54.7617	50.7082			20060608	杨忆风
新世纪	53.9995	49.0133	3		20041209	孙枝来
金元比联	43.2273	45.9816			20061128	易强
天弘	64.5759	40.2691			20041108	胡敏
中欧	35.7014	36.1889			20060719	刘建平
浦银安盛	23.7249	21.5361			20070805	刘斐
摩根士丹利 华鑫	15.0021	21.2708		3	20030314	于华
民生加银	13.6892	14.4682			20081103	张嘉宾
中信基金*				3 10	20031015	吕涛

数据来源: wind 数据整理: 联合证券研究所 *注: 中信基金已于 2009 年 1 月 12 日并入华夏基金, 2009 年上半年华夏业绩统计中就将中信纳入。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。