

四季度基金投资策略

2009 年 10 月 9 日

逢低布局增长确定型基金 加大高折价封基配置

- **股票开放式基金：布局增长确定的成长型基金。**我们认为市场的流动性与上半年相比明显下滑，股票市场的走势将从前期的流动性推升的行情回归至围绕宏观经济以及企业盈利能否超预期的行情，在等待经济和企业盈利数据的过程中，市场将从上半年的快速反弹期进入一段时间的沉闷期，等待数据的进一步明朗，具有盈利增长确定性较高的公司会有一定的溢价，比如银行、医药、电力设备、通讯设备、电子元器件、食品饮料、商业零售等都是业绩比较确定的板块。在这种市场情况下，投资者不应该盲目杀跌，四季度也许不是一个收获期，但却可能是一个良好的布局时期，对投资盈利增长确定性较高公司的基金可以积极布局。
- **传统封基：加大高折价封基配置比例 关注金盛套利机会。**四季度有以下几个投资机会值得关注。一是年化折价在 7% 以上的封闭式基金具有一定的吸引力，折价率继续拉大的概率相对较低。二是基金公司一对多产品对封基需求加大，在需求增加，供给减少（到期）的环境下，封基的折价率有望进一步的降低。三是年底分红行情，今年以来封闭式基金获得了一定增长，部分基金将具有一定分红能力，这些基金在年底可能会提前有所表现。四是目前可以关注基金金盛，该基金将于今年 11 月底到期，10 月份就可能转开放，目前折价为 4.11%，此外根据测算其仓位现在处在较低水平，因此股票市场下跌带来的净值下跌的风险较小。综合考虑，该基金可以考虑作为低风险的投资品种进行配置。
- **创新基金：把握交易性机会。**（1）瑞和小康和远见上市以后，如果指数基金面值低于 1.1 时，瑞和小康溢价、瑞和远见折价的概率较大，反之则反是，这是由于两者的分配机制造成的。（2）对于把握市场节奏较好的投资者来说，同庆 B 是一个好的波段投资工具，瑞福进取在临界点附近的风险收益优于同庆 B，因此瑞福进取在临界点附近仍然会保持较高的溢价率，但是目前的溢价率已经反映了市场对瑞福进取的良好预期，从价值投资角度来说，同庆 B 在博反弹收益时更合适。（3）从投资价值角度来看，大成优选还有不到三年就将到期，年化折价率高达 8% 以上，具有较好的投资价值。而建信优势未来还面临触发救生艇条款的可能，但是转开放的可能性仍然不大，至多有一定的交易性机会。
- **QDII 基金：等待回调后买入。**港股从低点到目前涨幅超过了 9 成，其中流通性充裕是推动港股最大的动力。目前港股连续 4 个交易日出现下跌，市场的气氛已经开始转淡。我们认为对 QDII 而言，10 月回调的概率较大，但四季度后期可能会产生较好的买点。
- **债券型基金：缺乏大的投资机会。**前三季度收益较高的债券型基金多是因为配置了较高比例的可转债和股票资产。预计四季度整个债券市场利率上行概率较大，债券市场将承受较大压力，而股票市场将维持震荡格局，重在个股的投资机会，因此，四季度债券型基金缺乏大的投资机会，投资股票和可转债能力突出的偏债型基金可能胜出。
- **推荐基金：**开放式股票混合型基金：华夏复兴、嘉实研究、兴业社会、银华优选、中信红利、富国天瑞、易基价值、国泰精选、交银精选、华安宏利；QDII：海富通海外；封闭式基金：基金普惠、基金金鑫、基金裕阳；债券型基金：交银增利、鹏华丰收；货币式基金：万家货币、华夏现金

相关研究

首席基金分析师

娄静
电话：021-232194450
Email: loujing@htsec.com

基金分析师

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

高级基金分析师

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

1. 四季度基金投资环境展望

1.1 股票市场：震荡盘整是主基调

海通证券 A 股策略报告认为，九月份的反弹行情是中期调整过程中的技术性修复以及对前期利多因素的反应。中期调整到目前为止并没有完全结束，但是由于宏观经济在年内仍然处于良好状态，年内房地产投资可能会接过投资接力棒，出口复苏仍然预期中，年内的调整可能将更多地体现在时间上而不是绝对幅度上，四季度的市场可能呈现筑底震荡的格局。

第四季度国内股市面临两大新风险因素。一是海外股市的高位回落风险。二是宽松政策“退出”预期加大。当然在第四季度也可能会推出一些具有“对冲”效应的政策，如鼓励民间投资、鼓励消费等，可能起到“平行对冲”的效果。第四季度融资需求将继续保持旺盛状态。此外，信贷扩张规模也在收缩，虽然新基金的发行和建仓会给市场带来一定的新增资金，但市场的流动性与上半年相比明显下滑。四季度股票市场的走势将从前期的流动性推升的行情回归至围绕宏观经济以及企业盈利能否超预期的行情，在等待经济和企业盈利数据的过程中，市场将从上半年的快速反弹期进入一段时间的沉闷期，等待数据的进一步明朗。

1.2 债券市场：收益率上行概率较大

海通债券策略认为 9 月份，国债收益率短降长升，体现了资金流入短端以规避利率风险的强烈意愿，我们认为央票发行利率稳定后债市的反弹行情已告一段落，未来收益率曲线仍将处于上行趋势。

从宏观经济来看，8 月份 CPI 同比增速略超我们预期，CPI 的回升趋势显现，未来将逐渐对央票发行利率带来上行压力。另一方面，四季度基础货币受政府存款变化的影响会有明显增长，同时预计年内热钱仍将流入中国。因此预计央行在保持适度宽松的货币政策前提下，会适当加大公开市场操作的对冲力度，年末央票发行利率上升概率较高。

从供求看，四季度利率产品供给上升，需求下降。根据发行计划可知，四季度包括国债金融债在内的利率产品均发行量高于前三季度；但从需求看，当前交易性需求低迷，据我们测算，主要的利率产品配置机构银行，其可投资债券资金也将出现明显下降。因此，应该坚持回避长债，配置短债的策略。

2. 四季度基金市场展望

2.1 基金当前股票仓位进可攻退可守

近期随着 A 股市场的不断下跌，基金的股票仓位在一定程度上反映了基金公司对于后市的看法，基金公司目前的仓位以及仓位的变动情况成为投资者十分关心的话题。从我们股票仓位测算来看，多数基金在月初主动减仓，后半月虽有主动增仓，但仓位水平同月初整体变动不大。

基金是否减仓包含两层含义，第一，股票仓位是否降低；第二，基金是否遭遇赎回。两者共同决定基金是否减仓，如果基金净赎回较多，即使基金股票仓位没有增加，基金也可能表现出增仓行为。对于增仓的情况也包含两层相似的含义。由于基金的申购赎回数据每季度公布一次，很难获得及时的信息，这里仅就基金的股票仓位进行探讨。

基金的股票仓位可以从基金净值的涨跌与股票指数的涨跌中反映出来，特别

是当市场跌幅较大，很多股票大面积跌停的时候，股票仓位就很容易暴露出来。通过该基金日净值增长率与构造的该基金重仓股指数进行回归，这种方法在基金重仓股标的占比变动不大的情形下，能取得相对准确的结果。但如果基金重仓股有较大幅度的调整，肯定存在较大偏差。

分析 9 月份调整过程中股票混合型开放式基金平均仓位的变化，结果显示，8 月 30 日到 9 月 17 日之间，在剔除了指数基金后，股票混合型基金的平均仓位为 75.54%，9 月 17 日到 9 月 28 日之间，股票混合型基金的平均仓位为 76.77%，相比我们 8 月份做的基金的仓位测算有一定幅度的下降，同样相比 2009 年 6 月 30 日公布的股票混合型基金的实际仓位的 80.94%也是有较大幅度的下降。因此，考虑到股票市值缩水或者增加会造成基金股票仓位自然下降或上升，月初大盘上涨，基金仓位反而降低，这说明基金进行了较大幅度的减仓，而后半月市场下挫，基金仓位没有发生太大变化，这说明基金在下半个月有主动增仓的动作，但仓位仍然维持在一个相对均衡的状态，处在一个进可攻退可守的阶段。

由于今年 8、9 月份新基金发行数量较多，特别是指数型基金发行数量更是创下了今年的新高，目前的新发基金的建仓情况成为投资者十分关心的话题，而且指数基金建仓的速度也体现出机构对后市看法。从目前可测的新发基金的仓位来看，8 月份以后成立的基金的仓位目前普遍较低，绝大多数处在 30%以下，这说明机构新发基金的减仓速度普遍较慢，对后市持谨慎态度的居多。

综合基金公司的整体仓位水平相对以前有较大幅度的下降，以及新基金的目前的仓位状态，可见在操作上，基金公司目前还相对谨慎。但是由于新发基金在 8、9 月份数量较多，而且以指数基金为主，多数指数基金在未来 1 个月左右可能需要建仓完毕，结合普遍较低的仓位水平，未来一段时间可能要买入较多的大盘蓝筹股。

2.2 四季度基金入市资金或将达到 600-800 亿

三季度基金发行进入高峰期。基金发行数量及募集规模是年内最多的一个季度。截止到 9 月 25 日的数据，我们可以看到今年以来共发行了 69 只股票混合型基金，其中有 30 只基金是在今年三季度发行的，在这 30 只基金中 18 只基金已完成募集，募集份额共计 951.7 亿份，另有 12 只基金仍在募集中，这些基金将在 4 季度完成募集并建仓。

三季度基金的大量发行将为四季度 A 股市场输送较多资金。根据我们的测算 8 月设立的基金建仓谨慎，9 月设立的基金也将在四季度完成建仓，如果按照 70%的仓位估算，大约 250 亿左右的资金等待入市，而另外仍有 12 只尚未设立的基金，这些基金中多数为指数基金，其股票投资比例较高，因此保守估计这 12 只基金能提供 200 多亿元的资金入市。

今年以来发行的所有基金共有 91 只，我们预计四季度基金发行数量较三季度将大幅下降，加上基金建仓需要一定的时间，因此四季度新发基金为股票市场提供的资金比较有限。但四季度基金“一对多”理财业务募集资金会增加，目前第三批“一对多”产品获证监会放行，据不完全统计，目前已有 21 家基金公司的 59 只专户“一对多”产品获批，基金“一对多”产品的规模多在 2 亿-4 亿元，如果 59 多只产品全部成功募集完毕，将会募集到 180 亿元左右的资金，这批资金有望在四季度流入股市。综合考虑到三季度新发基金建仓以及四季度新发基金、专户“一对多”产品的募集，我们认为基金业将为 A 股市场提供 600-800 亿资金。

表 1 三季度基金发行设立情况

代码	名称	发行日	设立日	募集规模
165309	建信 300	2009-9-21	-	-

161207	瑞和 300	2009-9-17	-	-
320010	诺安 100	2009-9-15	-	-
610004	信达中小盘	2009-9-15	-	-
162307	海富 100	2009-9-8	-	-
161811	银华 300	2009-9-4	-	-
360011	光大配置	2009-9-2	-	-
660004	农银策略	2009-9-1	-	-
519686	交银治理	2009-8-31	-	-
040180	华安 180	2009-8-28	-	-
240014	华宝 100	2009-8-26	-	-
260112	景顺能源	2009-8-20	-	-
510013	治理 ETF	2009-8-31	2009-9-25	10.09
160119	南方 500	2009-8-20	2009-9-25	32.23
233006	大摩领先	2009-8-17	2009-9-22	7.04
570005	诺德成长	2009-8-10	2009-9-22	5.15
090009	大成行业	2009-8-5	2009-9-8	30.86
206002	鹏华精选	2009-8-4	2009-9-9	30.15
163808	中银中证 100	2009-7-31	2009-9-4	35.58
450008	国富沪深 300	2009-7-30	2009-9-3	24.24
110020	易基沪深 300	2009-7-28	2009-8-26	167.46
620004	金元价值	2009-7-27	2009-9-11	4.12
550008	信诚优胜	2009-7-22	2009-8-26	23.56
510060	央企 50ETF	2009-7-20	2009-8-26	45.34
257050	国联主题	2009-7-20	2009-8-26	8.44
050012	博时策略	2009-7-15	2009-8-11	88.04
070018	嘉实回报	2009-7-14	2009-8-18	101.04
000051	华夏 300	2009-7-6	2009-7-10	247.72
161810	银华内需	2009-7-6	2009-7-1	68.14
460007	友邦领先	2009-7-1	2009-8-3	22.5

资料来源：海通证券研究所基金评价系统 <http://fund.htsec.com>，统计截至 2009.9.25

2.3 基金观点：短期震荡中期向上概率较大 出口、消费是投资主线

市场经历了年初的大幅攀升到 8 月份的剧烈调整之后，进入了一个胶着状态，展望四季度，多数基金公司认为短期震荡格局不会发生变化，但中长期比较乐观。依靠过剩流动性推升估值的阶段正在过去，流动性相比上半年出现不利的变化，但宏观经济复苏是大概率事件，企业盈利转好的可能性较大，市场在等待宏观经济、企业盈利数据明确以及政策变动期间不断震荡。

国泰基金认为四季度很难出现多空一方占绝对优势的局面，更多的可能是波段性的机会。主要理由是中国经济将逐步企稳复苏，相当多的企业利润会有较大程度的好转，10 月份公布的三季报或将是一份令人满意的报告。政策面上未来的政策依然会保增长，但是力度不会像上半年那么强，更多的是均衡，政府会针对经济出现的状况适时调整政策，焦点可能会对应在投资和房地产上面，如果出口和消费好一些，对投资和房地产的政策就严一些，相反就宽松一些。资金面来看，当前进入实体经济的流动性相当充裕，特别是 M1 不断加速，预示着资金的活力在增强。但基金仓位已处高位，股指的再度上涨需要后续资金的推动。

华夏基金表示中国经济仍然处在回升趋势中，大致的顺序是：政策带动投资高增长、消费高增长、房地产投资恢复、出口恢复。目前的市场已经逐渐进入一

个震荡整理的阶段，估计整理还会持续一段时间。市场中长期的趋势是向上的，因为，宏观经济还在持续地向好，上市公司的业绩也在不断地恢复当中，这些基本面的因素，是决定中长期趋势的一个最关键的因素。

大成基金认为虽然已经微妙改变的货币政策（从宽松到适当宽松）、连续再融资的冲击，包括众人担心的大小非解禁的另一个高潮，都对市场信心产生负面影响，但是从整体来看，8月份宏观数据向好显示国内经济复苏的内生力逐步增强，显示市场大幅下跌的空间也非常有限。

海富通基金认为，信贷扩张规模收缩，将使得流动性不会像上半年那样宽松；但同时，近期国内公布的各项宏观经济指标在向好的方向发展，这会给市场行情带来一定正面影响。

广发聚瑞基金经理刘明月也表示，未来一两个月，短期的市场应该是延续震荡行情，但上涨和下跌的空间都不会太大，从中期来看，不确定的因素相对较多，未来的宏观经济和市场走势将主要取决于房地产和出口两个方面。8月份的宏观数据，可能会消除一部分人对未来“经济二次探底”的忧虑，但这种忧虑不能完全排除。二次探底的可能性较小，但未来要出现超预期的复苏，难度较大，所以国内的经济应该还是处于一个渐进的复苏过程中。

当然也有一些基金公司如华安、交银、中海和景顺长城等基金公司相对乐观，认为四季度市场会震荡向上。

华安基金投资部总经理尚志民认为，本轮调整可以定性为“复苏进程中由于短期经济波动和市场预期变化导致的一轮中级调整”，性质上属于中期上升趋势过程中的阶段性休整。本轮调整应该与2008年熊市初期的大跌有着本质上的差异。就中期而言，看好市场未来走势的核心逻辑以及支持这一逻辑的主要因素并未发生变化。在预期未来中国经济至少将恢复8%以上常态增长的前提判断下（暂不考虑所谓进入新一轮上行周期的乐观预期），按照ROE回到13%-15%左右、利润增速保持20%水平的大致估计，对应的市场合理市盈率水平至少应该在20倍以上，更何况未来两到三个季度将面临的是一个经济强劲复苏、企业盈利加速回升的市场，就这一点而言，尚志民认为中期之内（未来3-6个月），市场重新回到25倍动态PE的估值中枢将是一个大概率事件。

交银施罗德研究总监、交银稳健基金经理华昕表示近期投资者对中国货币政策的微调和经济季节性的波动可能有一些担忧过度了，预计中国经济复苏的趋势会愈发明确，企业盈利恢复或将超预期，充裕的流动性仍可能持续，因此经过此轮调整，股市或将再度上扬。交银施罗德投资总监项廷锋也维持对于宏观经济向好趋势的判断。他认为纵观国际，全球经济复苏的趋势越来越确定，虽然在经济复苏中还存在这样那样的问题，比如美国的失业率仍高企，但这正好从另一个侧面说明了全球经济的复苏还需要货币政策护航，市场最担心宽松政策退出还早。

中海投资总监朱晓明认为，四季度市场震荡向上概率还是比较大，目前市场普遍预期是国庆之后央行会加大收紧流动性的力度，从而影响到市场估值水平。但是如果9月以后宏观数据继续支持经济复苏，企业微观环境好转，那么市场存量货币将会加快流转，经济活动运转加速也会部分抵消央行收紧流动性的影响。此外，如果欧美经济体继续显示复苏的话，我国企业外部生存环境好转，进出口数据好转也会抵消一部分市场对于投资数据可能回落的担忧。

景顺长城基金公司投资副总监李志嘉认为市场经过三季度的震荡调整，消极因素得到了较为有效的释放和缓解。四季度，随着国内外经济形势、国内宏观政策及上市公司盈利恢复等信息的进一步明朗，积极性的力量将重新蓄积，并推动市场重新步入上升轨道。

如何布局经济复苏行情？基金普遍看好中游产业，注重估值，而出口受益和消费是未来投资的主线。

国泰基金认为四季度风格配置偏向小盘股，建议可以超配明确受益经济复苏并和出口相关的行业，如机械、化工、信息设备、电子、商贸、食品饮料等行业，同时建议关注新能源和农业等年末题材股票。

中海基金认为，四季度及明年的机会在于受益于进出口回升的出口板块，以及受益企业盈利环境改善的中游和有确定性增长的行业，如医药和通讯技术等；风险在于管理层过早收紧流动性，从而使得经济二次探底的可能性大大增加。

上投摩根基金认为，如果说上半年市场在复苏初期给予不确定性溢价，下半年市场更有可能给予盈利确定性溢价，下半年他们会更关注行业中个股的选择，在资产配置方面，我们关注中游核心竞争力行业和大消费行业，具体包括汽车、机械、电力设备、家电以及医药、零售行业和食品饮料。

景顺长城基金认为经济复苏的过程仍将持续，近期的市场调整只是经济复苏过程中的休整，因此行业配置将沿着经济复苏的逻辑展开，从最先受益的上游行业逐渐向中下游产业过渡，寻找受益程度大、持续能力强的行业和公司。

大成基金认为接下来还是能够稳定增长的行业会有表现机会，比如零售、医药、电力设备、食品饮料等。另外，在前期热点消退、而近期权重股持续调整的背景下，大成基金后市将更注重权重股的表现机会，毕竟小股票现在涨幅不少，而估值水平上已经不存在低估。

2.4 人才瓶颈短期难以改善 选基慎看基金经理

伴随基金数量的不断增加，基金管理人的稀缺成为制约基金业发展的一块短板，于此同时，随之而来的基金经理的频繁变更是给投资者在选择基金时带来困难和不确定性。这里我们定义的基金经理变更主要是指基金经理的增加、基金经理的减少和基金经理的改变，一共 161 只基金发生了基金经理变更。分开来看，今年发生变更基金经理的股票型基金一共有 59 个，混合型基金 59 个，8 个偏债债券型，17 个纯债债券型，1 个保本型基金，15 个货币型基金，此外 2 只 QDII 也发生了基金经理变更。从数据来看，发生基金经理变更的主要是发生在股票混合型基金，这主要是目前股票混合型基金数量占基金产品的绝大多数，而且在目前的公募基金的激励机制和全市场对投资股票市场的人才迫切需求下，导致基金经理的大量变更和流失。

在基金经理稀缺和大量流失的背景下，催生了另外一个现象，就是一个基金经理同时管理多只基金，这对基金的投资管理可能会带来较大的不利，毕竟个人精力有限，会造成基金产品的同质化。从目前基金管理人情况来看，在股票混合型基金中，一共有 116 位基金经理同时管理两只基金，有 7 位基金经理同时管理三只基金，而目前在职的管理股票混合型基金基金经理一共是 368 位。同时管理两只基金以上的基金经理占比达到 1/3，目前在册的股混型基金一共 397 只，虽然基金数量和基金经理的数量相差不大，但如此之多的一个基金经理在同时管理两只和两只以上的基金，主要原因可能是很多新的基金经理本身投资经验不够丰富，在管理过程中还是以资历较深的基金经理担当主要任务，这样就可能造成两只基金同时被一个主要管理人管理，基金的收益和风险特性呈现很大的相似性，同时管理规模的加大和分开运作将对两只基金的业绩都会带来一定的不利影响。

因此，在目前投资经验较为丰富管理人较为稀缺的情形下，建议投资在选择基金时尽量挑选管理人变更频率相对较低，基金经理同时管理基金数目较少的基金。

2.5 救生艇条款或产生交易性机会 实施转开放可能性不大

上个月建信优势能否触发“救生艇”条款成为市场关注的焦点。建信优势规定基金运作满一年之后，如果连续 60 个交易日折价率都大于 15%，将召开持有人大会讨论基金转换运作方式，而截至 9 月 15 日，建信优势已经连续 58 个交易日折价率超过 15% 之后，正在市场争议激烈的时候，建信优势最终因 9 月 16 日折价率升至 14.99% 导致条款触发搁浅。尽管如此，建信优势从 9 月 11 日到 16 日的四个交易日内产生了一定的超额收益，建信优势累计上涨 4.5%，在封闭式基金中表现居前，超越同期上证指数 2.56% 的涨幅。

事实上，我国创新封闭式基金的救生艇条款普遍比较严格，比如大成优选规定基金合同生效满 12 个月后，若基金折价率连续 50 个交易日超过 20%，则基金管理人将召集基金份额持有人大会，审议基金转换运作方式的事项。瑞福进取的救生艇条款规定基金运作时间超过 2 年后，且瑞福优先规模低于 15 亿份，同时瑞福进取连续 60 个交易日折价率高于 30% 时，基金管理人将召集基金份额持有人大会，审议转换基金运作方式。建信优势的救生艇条款也非常类似，都要求连续 n 个交易日折价率超过某一水平，如果其中有一天折价率低于这一水平，就不能触发救生艇条款，这在实际运作中还是很难达到的，因此，我们认为救生艇条款很难实现，但在市场中却可能产生一些交易性机会，当创新封基偏离某救生艇条款规定的折价率较长时间时，将会产生一些折价回归带来的超额收益，但不能保证获得绝对收益。

2.6 创业板对中小板基金业绩或有一定影响

市场期待已久的创业板终于正式推出，首批 10 家创业板新股在细分行业领域均有较强竞争实力。面对资本市场这种全新的投资对象，一些基金表示了较大的兴趣。证监会在《关于证券投资基金投资创业板上市公司的说明》中指出，基金能否投资创业板需要根据基金合同来判断，将判断的权利留给了基金。

统计显示，目前有超过 8 成的基金团队发布了旗下基金参与创业板投资的公告，一些大盘蓝筹基金也在公告中表示拟参与创业板投资。创业板投资风险与收益并存，一方面创业板企业整体稳定性低于主板上市公司，将高科技转为现实的产品或劳务具有明显的不确定性，一些上市公司经营可能大起大落，另一方面是诚信风险，创业板公司可能存在更加突出的信息不对称问题，如果大面积出现上市公司诚信问题，会使创业板发展遇到诚信危机。这些因素都会导致股价大幅波动。我们认为，以中小市值股票为主要投资对象的基金对创业板可能会有一定投资，而以大盘蓝筹股为主要投资对象的基金，以及那些规模比较大的基金及时投资创业板，对其本身业绩影响也不大。

3. 基金投资策略

3.1 股票开放式基金：布局增长确定的成长型基金

我们认为市场的流动性与上半年相比明显下滑，股票市场的走势将从前期的流动性推升的行情回归至围绕宏观经济以及企业盈利能否超预期的行情，在等待经济和企业盈利数据的过程中，市场将从上半年的快速反弹期进入一段时间的沉闷期，等待数据的进一步明朗，具有盈利增长确定性较高的公司会有一定的溢价，比如银行、医药、电力设备、通讯设备、电子元器件、食品饮料、商业零售等都是业绩增长比较确定的板块。在这种市场情况下，投资者不应该盲目杀跌，四季度也许不是一个收获期，但却可能是一个良好的布局时期，对投资盈利增长确定性较高公司的基金可以积极布局。

从基金的具体选择方法来看，一是优先关注基金历史选股能力。二是选择配

置确定增长行业较多的基金；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。四是选择公司整体实力较强的基金。

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。

3.2 传统封闭式基金：加大高折价封基配置比例 关注金盛套利机会

9 月股票市场先抑后扬，封闭式基金的折价率在月初有所扩大，但随后在市场下跌时，表现出一定的抗跌性，折价有所收窄。从我们测算的结果来看，在剔除今年 11 月底到期的基金金盛外，封闭式基金年化折价率目前仍然维持在 6%-7% 左右，基金金泰年化折价回归收益甚至高达 8.46%，9 月下旬绝对折价率维持在 -24% 附近，较 8 月底有所收窄。

对于传统封闭式基金，四季度有以下几个投资机会值得关注。一是年化折价在 7% 以上的封闭式基金具有一定的吸引力，折价率继续拉大的概率相对较低，当然净值增长率仍将是封基取得收益的根本保障，因此我们建议投资者应该关注那些年化折价率较大且业绩相对较好的封闭式基金。二是封闭式基金的需求增加可能进一步降低折价率。目前基金公司一对多产品愈演愈烈，据了解有部分一对多产品将目光瞄向封基，而随着时间的推移，传统封闭式基金份额将越来越少。在需求增加，供给减少的环境下，封基的折价率有望进一步的降低。三是年底分红行情，今年以来封闭式基金获得了一定增长，部分基金将具有一定分红能力，这些基金在年底可能会提前有所表现。四是目前可以关注基金金盛，该基金将于今年 11 月底到期，10 月份就可能转开放，目前折价为 4.11%，根据我们测算的结果年化折价高达 58%，此外根据我们的仓位测算的模型，其仓位现在处在较低水平，因此股票市场下跌带来的净值下跌的风险较小。综合考虑，该基金可以取得一定的绝对收益，可以考虑作为低风险的投资品种进行配置。但需要关注的是该基金在转开放以后还要面临一段时间的封闭期。

图 1 封闭式基金折价率的变化

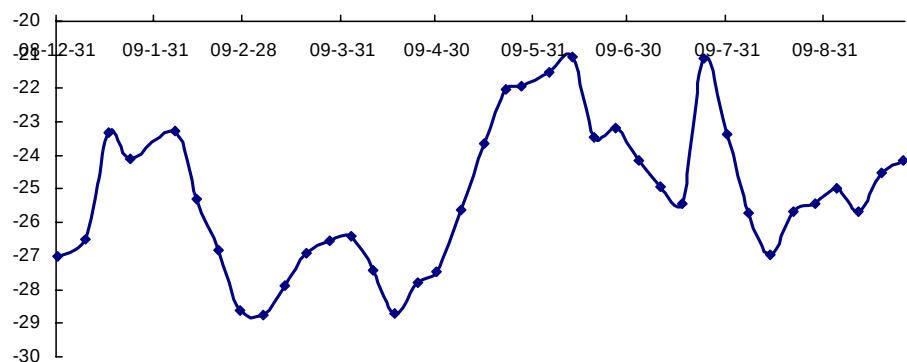


表 2 封闭式基金的年化回归折价率

代码	名称	到期日	折价率	截止日市价	到期年限	年化折价率
SZ184703	基金金盛	20091130	-4.11	1.036	0.09	58.07
SH500001	基金金泰	20130327	-24.449	0.898	3.45	8.46
SZ184688	基金开元	20130327	-23.514	0.78	3.44	8.10
SZ150002	大成优选	20120731	-19.314	0.635	2.78	8.04
SZ184705	基金裕泽	20110531	-11.436	1.013	1.59	7.91
SZ184699	基金同盛	20141105	-29.798	0.752	5.10	7.19

SZ184693	基金普丰	20140714	-27.957	0.946	4.78	7.10
SZ184690	基金同益	20140408	-26.148	1.008	4.49	6.98
SZ184692	基金裕隆	20140614	-26.527	1.001	4.68	6.81
SH500011	基金金鑫	20141020	-27.914	0.791	5.04	6.71
SZ184689	基金普惠	20140106	-23.951	1.225	4.22	6.70
SH500018	基金兴和	20140713	-25.935	0.939	4.76	6.52
SH500002	基金泰和	20140407	-24.534	0.769	4.48	6.48
SH500015	基金汉兴	20141230	-27.967	1.022	5.24	6.46
SZ184701	基金景福	20141230	-27.92	1.003	5.24	6.45
SZ184691	基金景宏	20140505	-24.305	1.119	4.56	6.30
SH500005	基金汉盛	20140509	-23.482	1.263	4.56	6.05
SH500006	基金裕阳	20130725	-19.466	1.34	3.76	5.92
SZ150003	建信优势	20130318	-17.654	0.667	3.40	5.87
SZ184698	基金天元	20140825	-24.143	0.996	4.86	5.85
SH500003	基金安信	20130622	-17.278	1.217	3.66	5.32
SZ184728	基金鸿阳	20161209	-30.498	0.541	7.19	5.19
SZ184721	基金丰和	20170322	-29.764	0.61	7.48	4.84
SH500008	基金兴华	20130428	-15.257	1.242	3.51	4.83
SH500038	基金通乾	20160828	-26.705	1.094	6.89	4.61
SH500009	基金安顺	20140614	-18.57	1.369	4.64	4.52
SH500058	基金银丰	20170814	-28.84	0.834	7.87	4.42
SZ184722	基金久嘉	20170705	-26.614	0.683	7.74	4.08

3.3 创新基金：把握交易性机会

(1) 瑞和 300 指数基金

对于创新基金来说，杠杆型基金吸引了眼球。除了瑞福进取和同庆 B 之外，杠杆型基金家族又将迎来瑞和 300 指数分级基金。

瑞和 300 指数分级基金由三个子基金组成，分别是瑞和 300，瑞和小康以及瑞和远见。该基金通过场外、场内两种方式公开发售。场外认购所得的全份额将确认为瑞和 300；场内认购所得的全份额将按 1：1 的比率确认为瑞和小康与瑞和远见。瑞和小康、瑞和远见如同封闭基金一样，上市交易，瑞和 300 份额则如同开放基金，接受申购和赎回。该基金的投资目标通过被动的指数化投资管理，跟踪沪深 300 指数。

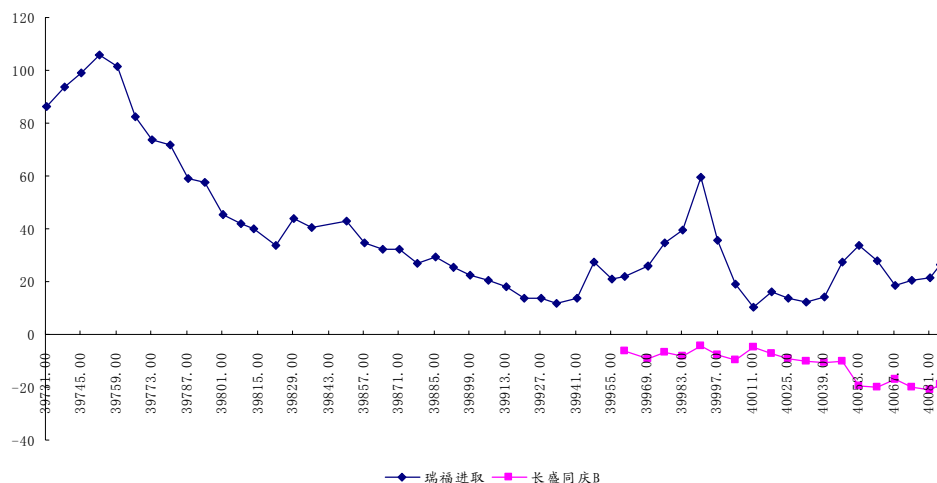
当瑞和 300 净值在 1 和 1.1 元之间时，瑞和小康获取 8 成的收益，瑞和远见获取 2 成的收益。当瑞和 300 净值超过 1.1 元时，反过来瑞和小康获取 2 成的收益，瑞和远见获取 8 成的收益。当瑞和 300 净值低于 1 元时，瑞和小康和瑞和远见各自承担损失。因此瑞和小康和瑞和远见都是高风险高收益产品，他们的差别在于瑞和小康适合预期市场小幅上扬的投资者购买，而瑞和远见适合预期市场大幅上扬的投资者购买。瑞和小康和瑞和远见可以和瑞和 300 互相转换，这可以保证瑞和小康和瑞和远见整体折溢价不会太大。每年末瑞和小康和瑞和远见净值将折算重新回归至 1 元面值，再进行二八分配的协议。

我们认为瑞和小康和远见上市以后，如果指数基金面值低于 1.1 时，瑞和小康溢价、瑞和远见折价的概率较大，反之则反是，这是由于两者的分配机制造成的。由于份额转换机制的存在，瑞和小康和瑞和远见的折溢价会比较小，但在设立半年内瑞和小康、瑞和远见和瑞和 300 指数基金关闭份额转换期间，整体可能会有小幅折价，但折价时间和幅度都会比较小。

(2) 瑞福进取和同庆 B

瑞福进取的溢价率虽然从去年 100% 多的溢价率下降至目前的 20% 左右，但近期溢价率仍然保持了稳中有升的势头，而同期同庆 B 的折价率却不断拉大，这价率接近 -20% 多，如图 2 所示。

图 2 瑞福进取和同庆 B 折溢价率



建信优势和大成优选等创新封闭式基金与传统封闭式基金的走势相差不大，从投资价值角度来看，大成优选还有不到三年就将到期，而折价率高达20%左右，建信优势到期日还有3年半以上，但折价率只有15%左右，因此大成优选具的年化折价率高达8%以上，具有较好的投资价值。而建信优势未来还面临触发救生艇条款的可能，但是转开放的可能性仍然不大，至多有一定的交易性机会。

3.4 QDII 基金：等待回调后买入

港股从11340点上涨至9月17日21927点，涨幅超过了9成，其中流动性充裕是推动港股最大的动力。但我们最近也看到港股连续4个交易日出现下跌的情况，中国中冶的破发，市场的气氛已经开始转淡。从这些因素来看，进入10月份股市继续调整的可能性很大。就整个四季度而言，港股对于上半年经济复苏的预期已经体现在目前股价里面了，接下来市场的走势更多地取决于下半年上市公司盈利增长的情况，如果盈利增长超出预期的水平，港股从目前的静态PE看，尽管跟历史均值相比是比较高的，但如果“E”改善的较快，PE还是会回到合理的区间里来。现在09年的预测市盈率是16倍左右，按照这个水平来说，应该不算贵，所以说第四季度企业盈利的数据是非常关键的。因此，我们认为对QDII而言，10月回调的概率较大，但四季度后期可能会产生较好的买点。

3.5 债券型基金：缺乏大的投资机会

我国债券型基金主要包括偏债基金和纯债型基金，前者除了债券之外还可以投资不超过20%的股票，而后者投资股票主要来自于新股的收益，前三季度收益较高的债券型基金多是因为配置了较高比例的可转债和股票资产。根据前面的分析，我们预计四季度整个债券市场利率上行概率较大，债券市场将承受较大压力，而股票市场将维持震荡格局，重在个股的投资机会，因此，四季度债券型基金缺乏大的投资机会，投资股票和可转债能力突出的偏债型基金可能胜出。

4. 本期推荐基金组合

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 1 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	华夏复兴	孙建冬	70.46	37.8	5.99	等待回调后买
	嘉实研究	刘红辉、党开宇	66	28.11	5	
	兴业社会	傅鹏博、刘兆洋	62.05	34.59	7.44	
	银华优选		48.62	39.79	8.03	
	中信红利	郑煜	52.03	27.5	3.44	
	富国天瑞	宋小龙	52.09	27.47	4.5	
	易基价值	潘峰	48.97	30.97	5.24	
	国泰精选		45.46	27.1	4.1	
	交银精选	李立	38.09	38.22	2.18	
	华安宏利	尚志民	37.62	23.79	4.21	
QDII	海富通海外	陈洪	72.38	72.56	14.53	等待回调后买
封闭式	基金普惠	冀洪涛	33.18	22.12	1.7	
	基金金鑫	黄焱	50.52	25.75	2.82	
	基金裕阳	周力	40.99	31.86	5.99	
债券型	交银增利	李家春、陈晓秋	9.85	1.75	0.64	等待回调后买
	鹏华丰收	阳先伟	15.01	6.24	3.39	
货币型	万家货币	张旭伟	2.899	0.756	0.346	
	华夏现金	曲波	3.052	1.007	0.528	

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 2009.9.30

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

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
zgghan@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

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

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

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

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(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

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@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

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@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