

2009 年 12 月 24 日

2010 年度基金投资策略报告

——回归均衡格局，适度积极配置

在走过了过去四年的大起大落后，繁杂的内外环境博弈下经济及市场有望在 2010 年整体回归均衡格局。

寻觅——权益类开放式基金投资操作策略

- 经济回升下上市公司盈利增长对 2010 年 A 股市场形成一定支撑，但在经济处于从政策刺激向自身修复换挡、保增长与调结构双重目标兼具的背景下，预期宏观经济相较过往几年的大幅波动而言总体呈现相对稳定的特征，A 股市场也“相映”有望处于均衡格局之中。区别于过去几年系统性机会/风险主导市场的特征，股指新一年预期波动区间相对较窄，在政策引导及多方博弈下市场结构性特征及机会相对增加。
- 2010 年不仅是对管理人投资管理能力深度检验的一年，也是对其自上而下和“自下而上”能力全面检验的一年，预期基金行业内分化明显特征或将延续，从稳健性角度出发对于年度基金配置建议遵循如下策略：
 - ◆ 以人为本，考察“自上而下”与“自下而上”全面能力；
 - ◆ 顺应结构，“核心-卫星”策略适度灵活配置。
- 无论是内外部经济预期增长变化节奏，还是流动性供给节奏情况，一季度在整个年度中均属于相对乐观阶段，在基金投资操作上可适度积极，在年度配置策略思路基础上，建议逐渐增持大盘/红利风格基金，并延经济稳定增长预期布局。
- 在越来越多投资者认知熟悉、指数资源开发\推动加速、基金公司布局产品线需要及金融创新或将推出等有利环境下，指数基金 10 年有望取得进一步快速发展，定期定投指数基金为普通投资者更为可取的投资理财方式。
- 过去两年 QDII 配置价值已经得到较为充分体现，伴随着 QDII 二度出海，其产品将进一步多样化，QDII 拓展投资领域特征亦将逐渐展示出来。在满足配置需求前提下，新一年在产品选择上前期可适当侧重新兴市场产品，后期适当侧重成熟市场或者全球配置产品。

守望——固定收益类开放式基金投资操作策略

- 在利率上行风险“挥之不去”背景下，对 2010 年（尤其是上半年）债市持谨慎态度，建议采取短久期的防御策略，其中浮息债仍具备一定抵御利率风险能力。债市机会将更多来自于宏观经济数据波动、政策出台以及数据政策与预期差异带来的阶段性机会，但把握难度很大。相较而言，信用类债券、新股网下申购仍有助于债券基金适当提高收益。
- 综合对债券市场环境、收益率水平（包括信用类债券）以及新股网下申购的分析，我们认为 2010 年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年化收益率可以达到 3%~5% 的水平，尽管绝对数值上看缺乏明显的吸引力，但仍可以作为定期储蓄升级替代品种。
- 随着 CPI 水平逐步上升，1 年央票发行利率具备率先上升动力及空间，而后随着加息压力上升利率水平具备进一步攀升可能，另新股（尤其是大盘股）发行亦将引起期间拆借利率的向上波动，因此货币市场基金收益率水平有望逐步上行，预期年收益率水平在 1.8%~2.5% 左右。

基金研究中心

张剑辉

(8610)66211648
zhangjh@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

甄选——封闭式基金投资操作策略

- 年度分红仍是一季度传统封基市场的主流话题，当前 20%折价已经反映“可以看到的分红”，建议一季度在封基投资上采取中性配置，寻找分红行情波动下或者全年分红能力明朗下的系统性超配机会，并从四季度收益兑现情况、历史剩余分配能力等角度寻求分配能力超预期产品。
- 在 A 股市场处于均衡格局、股指波动区间相对较窄判断下，随着年度分红的尘埃落定，预期封基二季度~三季度期间整体折价波动较小，业绩表现将成为此阶段影响封基价格的重要因素。剩余存续期 3~5 年产品无论是到其年化收益率水平还是折价的弹性空间均具备一定比较优势，同时更符合机构投资者配置需求，建议予以侧重关注。
- 金融创新预期难以引发传统封基市场质变，但可以搅动市场，提升市场交易的活跃程度，并带来阶段性机会。

2010 年一季度基金类别配置参考建议

- 综合对权益类开放式基金、固定收益类开放式基金和封闭式基金投资机会和操作策略分析，给出 2010 年一季度基金类别配置建议如下。当然，由于投资者需求或风险偏好不尽相同，因此配置建议更多反映我们对各类基金间的配置倾向，投资者还需从自身实际情况出发适当调整。

2010 年一季度基金类别配置参考

基金类别	权益类开放式基金		封闭式基金	债券型开放式基金
	超配			
配置建议	A 股市场基金： 相对超配	QDII： 相对低配	平配	低配

来源：国金证券研究所

内容目录

第一部分：寻觅——权益类开放式基金投资操作策略篇	4
1.1 市场整体均衡，结构特征显著	4
1.1.1 外部环境：以美国为首外部环境继续复苏	4
1.1.2 内部环境：巩固经济增长基础，调整结构追求持续	5
1.1.3 A 股市场：盈利增长支撑股指，流动性充裕度下降	7
1.2 2010 年度基金配置策略：以人为本、顺应结构	8
1.2.1 以人为本，考察“自上而下”与“自下而上”全面能力	8
1.2.2 顺应结构，“核心-卫星”策略适度灵活配置	9
1.3 一季度基金选择策略：逐渐增持大盘/红利风格，延经济稳定增长预期布局	10
1.3.1 持仓风格：逐渐增持大盘/红利风格基金	10
1.3.2 持仓结构：卫星资产侧重投资结构延展深化下受益基金	11
1.4 指数基金：扩容有望延续，定投更为可取	12
1.5 QDII 基金：全球市场配置价值不再空谈，拓展投资领域特征即将展现	13
第二部分：守望——固定收益类开放式基金投资操作策略篇	15
2.1 债券型开放式基金投资操作策略：利率上行风险尚有待释放，债基收益率吸引力不明显	15
2.1.1 债券基金，长期资产配置不可忽视的组成部分	15
2.1.2 利率上行风险暂挥之不去，债市投资延续短久期策略	15
2.1.3 债券基金收益率吸引力不明显，仍可作为定存升级替代品种	16
2.2 货币市场基金投资操作策略：收益率有望逐步上行	16
第三部分：甄选——封闭式基金投资操作策略篇	18
3.1 年度分红仍是一季度封基市场主流话题	18
3.2 分红过后回归业绩驱动，侧重剩余 3~5 年产品	19
3.3 金融创新搅动封基市场	20
第四部分：2010 年 1 月份基金组合推荐	21

第一部分：寻觅——权益类开放式基金投资操作策略篇

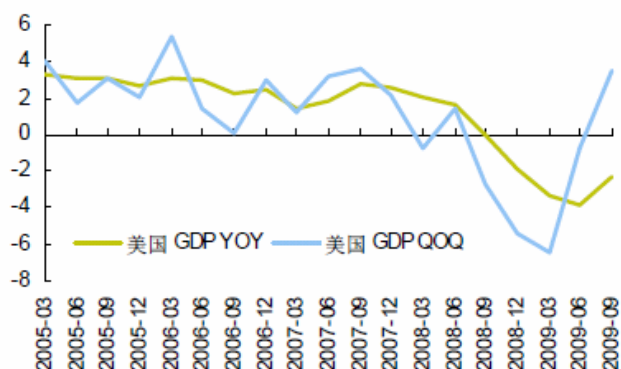
- 经济回升下上市公司盈利增长对 2010 年 A 股市场形成一定支撑，但在经济处于从政策刺激向自身修复换挡、保增长与调结构双重目标兼具的背景下，预期宏观经济相较过往几年的大幅波动而言总体呈现相对稳定的特征，A 股市场也“相映”有望处于均衡格局之中。区别于过去几年系统性机会/风险主导市场的特征，股指新一年预期波动区间相对较窄，在政策引导及多方博弈下市场结构性特征及机会相对增加。
- 2010 年不仅是对管理人投资管理能力深度检验的一年，也是对其自上而下”和“自下而上”能力全面检验的一年，预期基金行业内分化明显特征或将延续，从稳健性角度出发对于年度基金配置建议遵循如下策略：
 - ◆ 以人为本，考察“自上而下”与“自下而上”全面能力；
 - ◆ 顺应结构，“核心-卫星”策略适度灵活配置。
- 无论是内外部经济预期增长变化节奏，还是流动性供给节奏情况，一季度在整个年度中均属于相对乐观阶段，建议在基金投资操作上可适度积极，在年度配置策略基础上构建如下特征基金组合：
 - ◆ 持仓风格：逐渐增持大盘/红利风格基金；
 - ◆ 持仓结构：卫星资产侧重投资结构延展深化下受益基金。
- 在越来越多投资者认知熟悉、指数资源开发\推动加速、基金公司布局产品线需要及金融创新或将推出等有利环境下，指数基金 10 年有望取得进一步快速发展，定期定投指数基金为普通投资者更为可取的投资理财方式。
- 过去两年 QDII 配置价值已经得到较为充分体现，伴随着 QDII 二度出海，其产品将进一步多样化，QDII 拓展投资领域特征亦将逐渐展示出来。在满足配置需求前提下，新一年在产品选择上前期可适当侧重新兴市场产品，后期适当侧重成熟市场或者全球配置产品。

1.1 市场整体均衡，结构特征显著

1.1.1 外部环境：以美国为首外部环境继续复苏

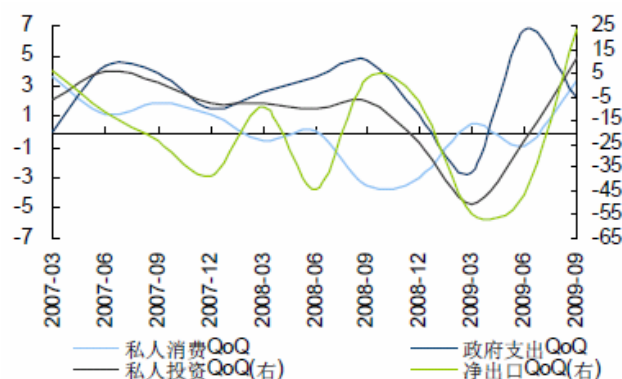
- 在积极持续政策支持刺激下，以美国为首发达经济体数据显示全球经济企稳转好迹象逐渐明显。2009 年三季度，美国 GDP 环比增长 3.5%，比二季度上升 4.2 个百分点，在连续四个季度衰退后首现正增长，同比增速为-2.3%，亦较二季度上升 1.5 个百分点。从各分项对 GDP 环比增长的贡献来看，消费达到 2.36%、私人投资为 1.22%、政府支出为 0.06%、净出口为-0.53%。
- 伴随着经济复苏迹象的明显，宽松货币政策导致的通胀“隐忧”使得政策何时退出成为眼下各方关注的焦点之一。通过数据看到，美国 10 月 CPI 环比上升 0.3%，同比为-0.2%，尽管一定程度超出市场预期，但整体上通胀压力尚不显著，这也为其政策退出留下适当的时间和空间，有序渐进退出具备可行性，相应的美元的弱势格局也有望得到阶段延续，大宗商品以及新兴市场亦有望继续受到流动性的青睐。
- 另外，即使考虑到经济刺激政策的逐渐退出，进而影响美国经济未来的增长速度，但随着企业利润恢复以及由此带动私人投资的增长，亦将促进经济内在运行机制良性运作，从而对经济增长的持续性构成一定支撑。因此，我们总体上预期美国经济 10 年有望整体保持相对平稳的复苏步伐，其中同比增速有望前期惯性冲高，后期回落并稳定。
- 相比较而言，新兴市场经济回升更为显著。国际货币基金组织(IMF)2009 年 10 月 1 日发表的《世界经济展望报告》预测全球经济在 2009 年收缩 1.1%之后，2010 年将增长 3.1%，其中美国经济将增长 1.5%、欧元区经济增长 0.3%、日本经济将增长 1.7%，而在中国、印度等国经济增长的带动下，新兴经济体经济在 2009 年和 2010 年将分别增长 1.7%和 5.1%。

图表1：美国 GDP 同比和环比增速情况



来源：国金证券研究所

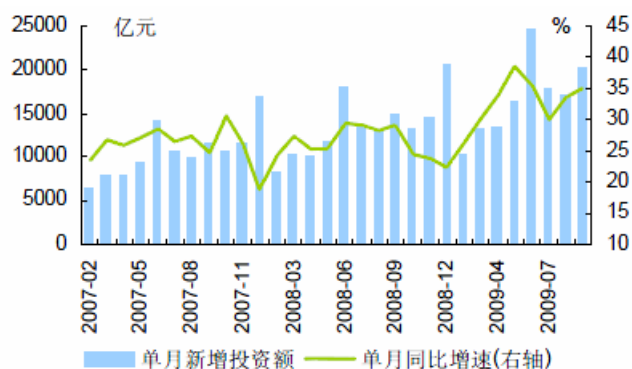
图表2：美国 GDP 分项环比增速情况



1.1.2 内部环境：巩固经济增长基础，调整结构追求持续

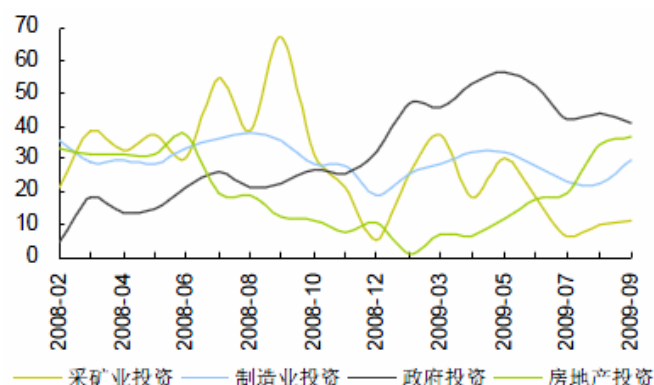
- 由于此次全球经济危机对中国影响主要体现在外需而非金融体系上，因此中国政府相应采取“以内需补外需”的经济刺激政策，通过政府主导投资拉动内需，带动整体经济的迅速强劲反弹。
- 随着中国经济率先冲出危机，巩固经济增长基础同时，实现经济从“政策刺激”向“自身修复”的平稳过渡，追求进一步持续增长成为政府的双重目标。我们看到，政治局和中央经济工作会议指出要保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，同时也强调要“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系”，“把握好政策实施的力度、节奏、重点，落实和丰富完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划，提高经济发展的稳定性、协调性、可持续性”。
- 在此背景下，预期未来一年政府将根据经济增长情况调整刺激政策的导向及考虑刺激政策的适当退出。其中，在全球经济新格局中外需难以扮演危机之前对经济支撑作用、同时大规模政府主导投资不可长期持续且易引发经济过热风险背景下，撬动内需中的另一块——消费，将成为平衡经济增长结构的重要着力点。
- 综合上述分析，在“保增长、调结构”的双重目标下，预期 2010 年宏观经济相较过往几年的大幅波动而言总体呈现相对稳定的特征，内需仍将在经济增长中扮演重要角色，但政策引导上从投资向消费转移，消费环境有望进一步优化，外需随全球经济继续复苏，并在促进投资和消费增长同时，为政策的调整和退出提供支持：
 - ◆ 投资回落、支撑犹在：投资尤其是政府主导投资是本轮中国经济强劲反弹的主要拉动因素，数据显示，2009 年前 10 个月，全国城镇固定资产投资同比增长 33.1%，其中政府投资上升最为显著，达到 45.9%，房地产开发投资增速同比增长 18.9%、工业投资增速同比增长 26.4%。步入 2010 年，随着“大手笔”政府投资峰值渐过，以及考虑到经济恢复背景下进一步过快投资可能引发经济过热风险，政府投资增速既有回落的原因，在条件允许情况下也有回落的必要；在政策（维持适度宽松货币政策、加速中小城市城镇化进程）支撑以及居民收入增长推动下，房地产投资增长趋势有望保持；受过剩产能需要消化对工业投资的制约，工业投资有放缓的压力（尤其是 10 年前半段），但随着投资结构逐渐从基础建设领域向制造业领域深入延展，以及考虑到经济增长下私人（民间）投资或将逐渐恢复，从全年来看工业投资增长仍可持较为乐观态度。综合上述分析，我们认为 2010 年固定资产投资增速将回落至 23%左右，仍保持较高水平，从而为保持经济增长提供必要的支撑。

图表3：城镇固定资产投资增速（单月）情况



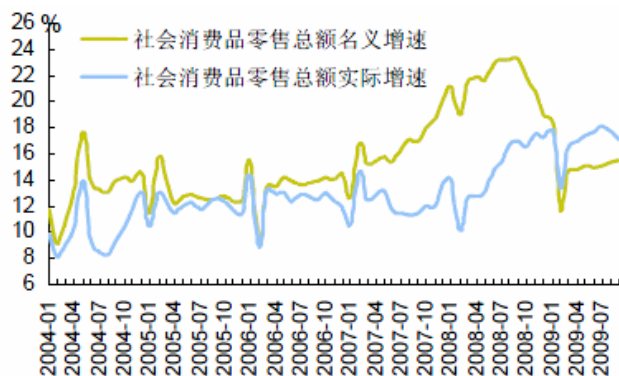
来源：国金证券研究所

图表4：城镇固定资产投资分项同比增速（单月）情况



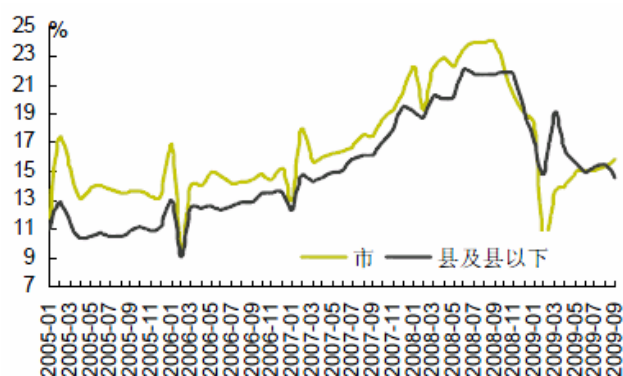
- ◆ 推动消费、持续发展：2009 年三季度以来，国内消费保持稳步高增长态势，10 月份社会消费品零售总额同比增长 16.2%，而且在汽车、家电等高端消费品保持高速增长同时，基础性消费品增速也有所加快。进入 2010 年，我们预期消费环境有望进一步优化。一方面，2009 年基础性消费落后于高端消费增长的重要原因之一在于经济危机影响下低收入群体收入降低，随着经济增长持续下就业及收入增长的逐步恢复，基础性消费需求具备改善优化的空间；另一方面，如前所述，从保增长和调结构双重目标出发，预期针对汽车、家电等消费刺激政策延续的可能性很强，从而继续支持高端消费的快速增长，而且预留进一步促进和引导消费政策的空间。

图表5：社会消费品零售总额同比增速情况



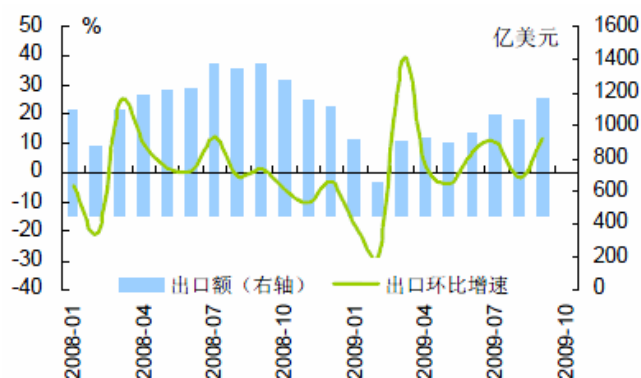
来源：国金证券研究所

图表6：城市和农村零售增速情况



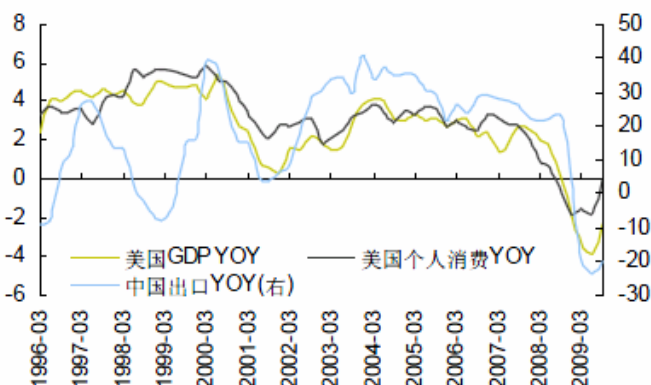
- ◆ 外需复苏、期待惊喜：随着以美国为首外部环境继续复苏，2010 年中国出口预期亦将随之气色，出口额预期将从低位平缓上升（实际上 2009 年下半年已经呈现这一特征），但考虑到基数因素出口同比增速则有望迅速攀升。出口的好转，不仅有利于促进经济的进一步增长，同时有利于投资和消费的增长，为政策调整提供了必要的支持。

图表7：中国出口额及出口环比增速情况



来源：国金证券研究所

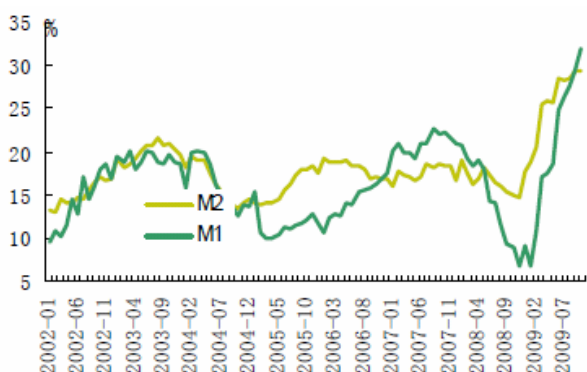
图表8：中国出口同美国 GDP 和消费关系比较



1.1.3 A 股市场：盈利增长支撑股指，流动性充裕度下降

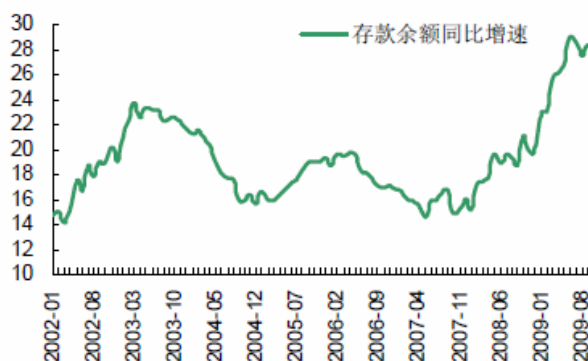
- 随着 2010 年中国经济的继续快速增长，上市公司盈利情况亦随之继续上升，在相对中性预期下我们判断 2010 年 A 股业绩增长在 25% 上下，对应上证指数市盈率 18~20 倍上下，估值水平中性，但考虑到企业盈利改善最陡峭的时期已经过去，盈利增长的弹性相对有限。
- 流动性方面，从货币供给角度考察，2010 年随着保增长压力的减轻以及物价水平的上升，政府势必将逐渐收缩信贷，我们预计全年信贷增长在 7-8 万亿区间，从过度宽松进入合理适度的宽松状态。外部流动性输入方面，考虑到外围经济的平稳复苏对于贸易恢复力度的限制，外汇占款增加效应亦有限，另尽管美元的弱势格局有望得到阶段延续，大宗商品以及包括中国在内的新兴市场有望在此阶段继续受到流动性青睐，但需提防美元回升带来的冲击。而从储蓄角度考察，随着未来物价水平的上升，央行三季度货币政策执行报告提到的“受房地产、股票市场相对活跃等因素影响居民存款有所分流”特征有望延续，但在当前预期通胀水平不高情况下分流速度有限，且其中不乏相当比重流向房地产市场。另外，考虑到全流通、创业板以及潜在的国际板等因素，A 股市场新一年供给的上升亦将吸收大量的流动性。因此，预期 2010 年流动性充裕程度将有所下降，但在内外部政策等因素的左右下，阶段过于宽松以及相对紧张的局面或许并不鲜见。

图表9：货币供应量同比增速



来源：国金证券研究所

图表10：城镇居民储蓄存款余额同比增速



- 综合上述内外部经济及市场环境分析看到，经济回升下上市公司盈利增长对 2010 年 A 股市场形成一定的支撑，但在经济处于从政策刺激向自身修复换挡、保增长与调结构双重目标兼具的背景下，预期宏观经济相较过往

几年的大幅波动而言总体呈现相对稳定的特征，A 股市场也“相映”有望处于均衡格局之中。

- 随着盈利增长弹性的不足以及流动性充裕程度的下降对估值区间扩张的抑制，股指新一年预期波动区间相对较窄，重心则在反复的观察印证中具备一定提升的动力。同时，区别于过去几年系统性机会/风险主导市场的特征，在政策引导及多方博弈下 A 股市场结构性特征及机会相对增加，但把握难度上升。
- 关于国金证券研究所对于 2010 年宏观经济及 A 股市场策略详细分析，请参考宏观策略组《风物长宜放眼量—2010 年 A 股投资策略报告》、《中国经济前高后稳—2010 年宏观经济报告》。

1.2 2010 年度基金配置策略：以人为本、顺应结构

1.2.1 以人为本，考察“自上而下”与“自下而上”全面能力

- 管理人的投资管理能力一直是选择基金的重要参考，国金基金投资策略从 2008 年初的侧重择时能力（大类资产配置能力）、到 2009 年上半年侧重行业配置能力、再到 2009 年下半年侧重选股能力，结合市场大的脉络特征匹配特点鲜明的管理人，均取得较好的效果。因此，对于 2010 整体年度的基金选择策略，我们依然以管理人能力特长作为首要出发点。
- 前以叙及，2010 年股票市场预期处于均衡格局之中，随着盈利增长弹性的不足以及流动性充裕程度的下降对估值区间扩张的抑制，股指新一年波动区间预期相对较窄，自上而下进行择时操作（大类资产配置）难度随之上升；同时，在盈利增长弹性不足以及估值水平对盈利增长一定程度提前反映的情况下，自下而上精选个股的难度亦较前提升。因此，我们认为 2010 年不仅是对管理人投资管理能力深度检验的一年，也是对其“自上而下（资产配置）”和“自下而上（精选个股）”能力全面检验的一年，也正是由此，尽管预期 A 股市场 2010 年整体处于均衡格局，我们认为基金行业内分化明显的特征或将延续。
- 过去五年 A 股市场历经剧烈的起伏震荡，也给了期间长期担任基金经理职务的管理人展示全面投资管理能力的舞台。因此，本文通过对过去五年内有效任职期限超过三年基金经理管理的权益类基金产品（包含股票型、混合型基金，不含指数型基金）相对于对应类型基金的风险收益特征进行全面细致比较，来衡量基金经理长期全面投资管理能力，并通过长期（过去五年内）、中期（过去三年内）、短期（过去一年）来考察投资管理能力持续性。
 - ◆ 有效任职期限：考虑到新基金首任基金经理建仓、基金经理调整过渡期间调仓等对基金业绩的影响，本文在分析中给予 90 天（即三个月）的建仓/调仓缓冲期，即选取【基金经理 K 在基金 i 任职起始日期 + 90 天，基金经理 K 在基金 i 任职终止日期 - 90 天】作为基金经理 K 对于基金 i 的有效管理期间，其中基金经理 K 对于评级结束期仍在管理基金产品 j 的有效管理期间为【基金经理 K 在基金 j 任职起始日期 + 90 天，评级结束期】。
 - ◆ 基金经理选择条件：本文选取 2008 年 4 季度以来持续担任基金经理职务、且过去三年（含）内有效管理月份数超过 24 个月（含）、过去五年（含）内有效管理月份数超过 36 个月（含）的基金经理进行比较分析，因此或有部分优秀基金经理由于在一线任职期限因素或者职位变动等因素并未参与比较分析。
- 综合比较结果显示，包括王亚伟（华夏）、王晓明（兴业全球）、孙建冬（华夏）、尚志民（华安）、杨锐（博时）、刘文动（华夏）、陈志民（易方达）、张晓东（国海富兰克林）、陈戈（富国）、邵健（嘉实）等（详见下表）耳熟能详的 20 余位基金经理在过去五年内综合投资管理能力表现突出，在做整个年度的基金配置选择时可重点关注。

图表11：投资管理能力强持续稳定优秀基金经理业绩表现情况（收益指标计算截止2009年三季度末）

姓名	基金公司	当前管理基金	短期月均相对 投资回报率	中期月均相对 投资回报率	长期月均相对 投资回报率	短期月均优化 下行风险	中期月均优化 下行风险	长期月均优化 下行风险
王亚伟	华夏	华夏精选 华夏策略	2.08%	2.21%	2.34%	-0.05%	-0.56%	-0.48%
王晓明	兴业全球	兴业趋势	0.12%	1.07%	1.03%	-0.06%	-0.05%	-0.07%
孙建冬	华夏	华夏红利 华夏复兴	1.56%	1.32%	1.10%	-0.31%	-0.16%	-0.18%
尚志民	华安	华安宏利 基金安顺	0.33%	0.53%	0.38%	-0.15%	-0.18%	-0.15%
杨锐	博时	博时平衡	0.97%	0.69%	0.69%	-0.19%	-0.19%	-0.19%
刘文动	华夏	华夏优增 华夏蓝筹	0.31%	0.45%	0.47%	-0.57%	-0.22%	-0.22%
张晓东	国海富兰克林	国富弹性 国富价值	-0.21%	0.84%	0.80%	0.00%	-0.10%	-0.10%
黄焱	国泰	国泰金鹏 基金金鑫	0.86%	0.34%	0.27%	-0.20%	-0.19%	-0.18%
刘青山	泰达荷银	荷银精选	0.88%	0.49%	0.58%	-0.27%	-0.46%	-0.36%
陈志民	易方达	方达成长	0.09%	0.47%	0.62%	-0.30%	-0.36%	-0.37%
陈戈	富国	富国天益	-0.63%	0.13%	0.38%	0.00%	-0.11%	-0.12%
周力	博时	博时策略 基金裕阳	0.42%	0.49%	0.13%	-0.23%	-0.16%	-0.12%
易阳方	广发	广发聚丰	0.60%	0.08%	0.53%	0.00%	-0.40%	-0.34%
冯刚	华宝兴业	华宝收益 华宝大盘	0.74%	0.90%	0.90%	-0.76%	-0.69%	-0.69%
巩怀志	华夏	华夏成长	0.24%	0.46%	0.46%	-0.49%	-0.23%	-0.22%
吴欣荣	易方达	方达精选	-0.07%	0.43%	0.25%	-0.09%	-0.26%	-0.19%
朱少醒	富国	富国天惠 基金汉盛	0.83%	0.31%	0.47%	-0.40%	-0.54%	-0.51%
邵健	嘉实	嘉实增长 嘉实策略	0.43%	-0.04%	0.22%	-0.12%	-0.30%	-0.22%
程世杰	鹏华	鹏华价值 鹏华精选	0.42%	0.01%	0.08%	-0.35%	-0.41%	-0.30%
刘明	大成	大成优选	0.58%	0.07%	-0.11%	-0.09%	-0.63%	-0.44%

注：顺序不区分先后。

来源：国金证券研究所

1.2.2 顺应结构，“核心-卫星”策略适度灵活配置

- 从政策导向上的调结构到市场的结构性机会，结构特征是前述经济及市场环境分析时共同的关键词。因此，无论是进行股票投资还是基金投资，区分及把握结构性机会都是2010年的重点。
 - ◆ 具备长期持续性的结构性机会
 - ◆ 内需化消费服务持续增长下的机会：前以叙及，随着经济增长持续下就业及收入增长的逐步恢复，基础性消费需求具备改善优化的空间。同时，在全球经济新格局中外需难以扮演危机之前对经济支撑作用、大规模政府主导投资不可长期持续且易引发经济过热风险背景下，推动消费将成为平衡经济增长结构的重要着力点，预期针对汽车、家电等消费刺激政策延续的可能性很强，从而继续支持高端消费的快速增长，而且预留有进一步促进和引导消费政策的空间。因此，我们认为内需化消费服务相关行业（重点如汽车、家电、食品饮料、商业零售、医药、信息服务、酒店

旅游等)在长期经济增长结构下能够获得持续增长,并将在估值上体现应有的溢价,具备攻守兼备的特征。

- ◆ 低碳经济、城乡结构、区域结构调整等主题机会：节能减排这个“老话题”已经成为全世界关注的核心，中国政府前期提出“到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，并制定相应的国内统计、监测、考核办法”，因此政策导向下低碳经济主题依然是 2010 年乃至后续可持续投资的主题。另外，在调整经济结构的政策导向出发，在城乡以及区域发展不平衡的背景下，城乡结构以及区域结构调整均是改善经济结构、促进内需的重要政策着力点，而实际上政策也在不断的向这一方向引导。在此背景下，上述低碳经济、城乡结构、区域结构调整等主题亦均具备长期持续性。
- ◆ 经济增长不同预期下的结构性机会：
 - ◆ 经济增长持续下投资结构延展深化下的机会：前述谈到 2010 年投资环境时提到，在政策（维持适度宽松货币政策、加速中小城市城镇化进程）支撑以及居民收入增长推动下，房地产投资增长趋势有望保持，且经济持续增长下投资结构将逐渐从基础建设领域向制造业领域深入延展，在此背景下产业链中后端行业板块盈利增长有望逐渐恢复，具体如钢铁、煤炭、建材、化工等。
 - ◆ 通胀反复引发资产价格波动下的机会：前述分析同样提到，预期 2010 年流动性充裕程度将有所下降，但在内外部政策等因素的左右下，阶段过于宽松以及相对紧张的局面或许并不鲜见。而且，如果实体经济低于预期，货币政策收紧的步伐亦将放慢，则会引发通胀预期的再次上升。因此，金融（银行、保险）、地产、煤炭、有色等资产/资源类通胀收益板块亦存在阶段机会。其中，金融、地产等资产型行业以及煤炭等资源型行业的业绩增长相对确定，估值水平也具备一定的比较优势，可予以相对侧重。
- 从年度基金配置选择角度出发，我们倾向于以稳健为策略的核心出发点。因此对于上述结构性机会，建议采取“核心-卫星”配置策略，以侧重投资具备长期持续性的结构性机会相关行业板块基金为核心配置，以侧重投资经济增长不同预期情境下的受益行业板块基金为卫星配置，并结合政策导向、经济实际增长情况以及市场节奏在核心卫星资产上进行适度的灵活配置。

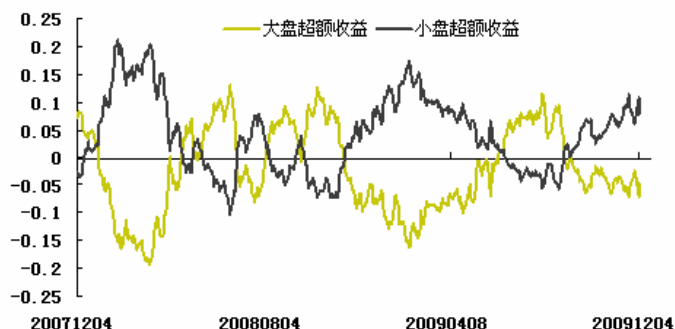
1.3 一季度基金选择策略：逐渐增持大盘/红利风格，延经济稳定增长预期布局

- 综合前述分析看到，无论是内外部经济的预期增长变化节奏，还是流动性（信贷投放、外部流动性）供给节奏情况，一季度均在整个年度中属于相对乐观阶段，因此建议此阶段在基金投资操作上可适度积极。

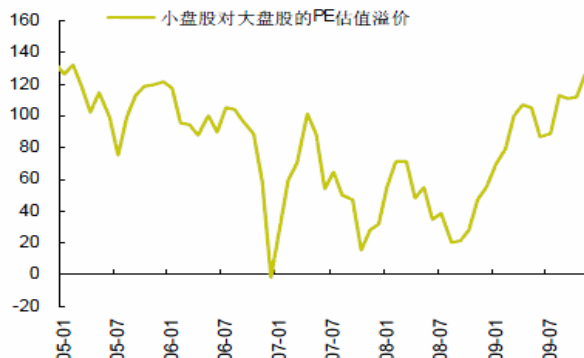
1.3.1 持仓风格：逐渐增持大盘/红利风格基金

- 2009 年四季度，基于对市场走势紧贴上市公司盈利增长、创业板推出等因素判断，我们在策略上持续建议侧重中小盘/成长风格的基金产品，并相应带来超额收益。不过，随着中小盘股相对大盘股超额收益的不断累计，中小盘股相对大盘股的估值溢价已经接近历史高点，从风险收益角度综合衡量，中小盘股相对大盘股进一步取得超额收益的空间已经被大幅压缩，且将伴随风险的上升。
- 前以叙及无论是从信贷投放还是外部流动性来看一季度市场流动性供给总体相对乐观，而且近两月来新基金尤其是偏大盘风格指数基金的密集发行，也有望在未来 1~3 个月为大盘股提供 500~800 亿的“建仓”资金，因此从流动性角度考察，风格转换也具备一定的基础。

图表12：大小盘股超额收益比较



图表13：小盘股相对大盘股估值溢价



来源：国金证券研究所 朝阳永续

- 不过，对于风格转换需要提醒的是，一方面时间点上难以较高精确度的把握，另一方面风格转换并非一定带来市场整体估值水平的提升，其也可以在市场震荡或者结构调整中实现。基于此，我们建议在一季度采取逐渐增持大盘风格基金配置比例的操作策略，提升基金组合风格搭配的均衡性。
- 综合上述分析，本文从基金产品设计定位、基金长期持股偏好（与管理人选股倾向、产品规模等因素有关）及近阶段持股特征等角度选取持股相对具有大盘股风格和中小盘股风格特征的基金产品，供投资者选择参考（由于指数基金风格特征鲜明，本文在产品列举中未包含指数基金）。当然，由于各产品风险特征具有一定的差异，投资者需要根据自身的风险定位选择适合的产品，另持股特征分析基于历史信息披露，投资者需及时根据基金信息披露来定位基金的持股风格特征。

图表14：相对侧重中小盘风格基金

产品名称	国金分类	产品评级
银华优选	股票型	
国富弹性	股票型	
富国天瑞	混合 - 灵活配置型	
景顺增长	股票型	
兴业社会	股票型	——
方达中小盘	股票型	——

图表15：相对侧重大盘风格基金

产品名称	国金分类	产品评级
兴业趋势	混合 - 灵活配置型	
博时主题	股票型	
国投景气	混合 - 灵活配置型	
国泰回报	混合 - 灵活配置型	
长城消费	股票型	
交银稳健	混合 - 灵活配置型	
中银增长	股票型	
华安宏利	股票型	——

注：评级结果参考国金《开放式基金评价报告（2009 年 12 月）》，不足三年不进行评级。

来源：国金证券研究所

- 另外，随着会计年度临近，能够提供有竞争力的股息收益率（红利）的上市公司有望阶段受到关注，而且无论国内市场还是国际成熟市场，红利股由于与经济景气循环间的关联性较低，其股价相对其他股票价格也都具有更好的稳定性。因此，对于风险承受能力相对适中的投资者，可于此阶段适当关注红利风格基金产品，具体产品如工银红利、交银蓝筹、易方达科翔、国富收益、华夏红利、华宝收益、中银收益等。

1.3.2 持仓结构：卫星资产侧重投资结构延展深化下受益基金

- 如前所述，在一季度内外部经济的预期增长、流动性（信贷投放、外部流动性）供给相对乐观的背景下，建议在“核心-卫星”配置策略上，以侧重

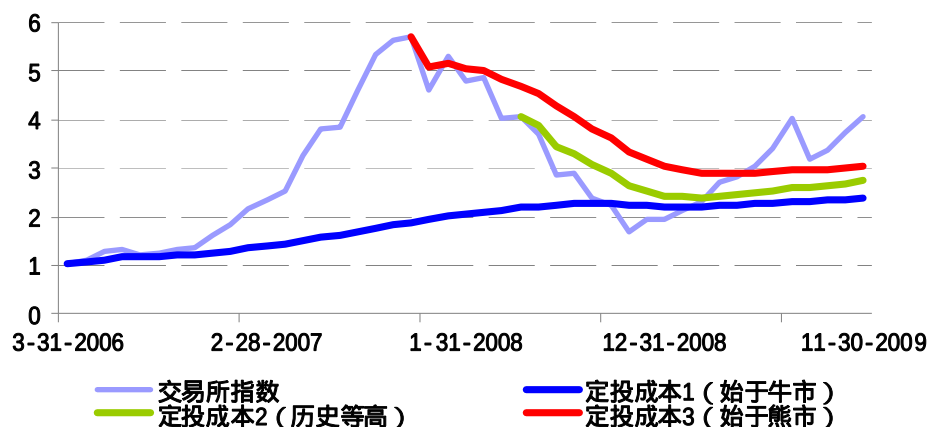
投资具备长期持续性的结构性机会相关行业板块基金为核心配置，以侧重投资经济增长持续下投资结构延展深化下受益行业板块基金为卫星配置（详细参考本文 1.1.2 部分）。

- 参考基金产品设计定位和持仓偏好特征，并结合基金 2009 年三季度季报持仓情况以及国金基金评价，核心配置上可侧重选择兴业社会责任、银华优选、嘉实研究精选、华宝兴业宝康消费品、国泰区位优势、景顺长城内需增长、大成策略回报、长城消费、国泰金鹰、富国天益等基金，卫星配置上可侧重选择易方达中小盘、广发稳健、富国天瑞、华宝增长、华夏行业精选等基金。

1.4 指数基金：扩容有望延续，定投更为可取

- 2009 年对于国内市场指数型基金而言，是跨越式发展的一年，截止本文撰写过程中，全年共发行设立指数型基金产品（含 ETF 联接基金）23 只（同时亦有 5 只产品在发或将发），募集份额超过 1300 亿份，无论是数量还是规模均较超过过往年度总和。与此同时，在市场大幅上涨的背景下，指数型基金整体业绩亦表现突出，领先于主动投资的股票型基金。
- 对于 2010 年，我们认为在指数基金为越来越多投资者所认知熟悉、指数资源开发\推动加速、基金公司布局产品线需要及金融创新或将推出等有利环境下，指数基金有望取得进一步快速发展，至少表现在数量上。
 - ◆ 指数基金认知度上升：1300 亿份年度总发行量、平均近 60 亿份的发行量、占全年新发基金 1/3 份额，一系列数字均很好体现了市场对于指数基金认知度的上升。
 - ◆ 指数资源开发\推动加速：中证指数公司与交易所在指数资源开发上呈现明显加速特征，其中 2009 年中证指数公司进一步开发及发布了包括新能源、基建、央企/民企等主题指数、原材料、工业等行业指数及沪深 300 细分行业指数、基本面 50 等策略指数，建立了包括规模指数、风格指数、行业指数、主题指数、策略指数等相对丰富的指数体系，相映交易所指数体系也日趋多样化，从而为指数化基金产品开发输送了必要的资源。另外，上交所、深交所负责人在第八届中国证券投资基金国际论坛上也表态积极推动包括 ETF（且包含跨境 ETF）在内的指数基金发展。
 - ◆ 指数基金成为基金公司产品线必要环节：尽管国内基金行业 10 余年来发展令人瞩目，但总体上看行业尚属于发展中前期阶段，国内基金公司基本沿着“大而全”的路线进行发展布局，从货币市场基金到债券型基金均体现这一发展方向。因此，在指数基金认知度上升、尤其考虑投资者定投关注度的背景下，指数基金将成为大多数基金公司产品线中的必要一环。目前，尚有半数基金公司尚未发行过指数基金产品，这也为新一年指数基金的进一步发展留下了空间。
 - ◆ 金融创新推出：融资融券、股指期货等金融创新推出的条件日趋成熟，“对冲”机制引入下指数基金作为相对适宜的标的物，其发展亦将得到促进。
- 在预期 2010 年 A 股市场处于均衡格局之中、结构性特征及机会相对主导的环境下，我们认为从年度收益角度出发指数基金或难展现优势，但立足长期向上判断，定期定投对于投资者（尤其是经验精力均有限的个人投资者）而言不失为可取的投资理财方式。下图反映了某一交易所指数走势与从三个时点开始进行定期定投成本的比较，可以看出定期定投具有明显的平滑成本、降低风险效果，投资者通过定投指数型基金给可以很好的熨平指数波动、分享指数长期向上带来的收益。
- 另外，指数型基金由于最大化跟踪市场，在预期市场具备较为明显上涨趋势阶段，是灵活把握交易性机会很好投资工具。而且，指数型基金由于跟踪的标的指数不同，表现出不同的风格特征，市场风格轮动的特征也使得投资特点突出的指数型基金可以作为组合风格优化、阶段搭配的良好工具。当然，这需要投资者对于市场节奏及指数基金特征有比较清晰的了解判断。

图表16：交易所指数复权后走势与三个时点开始定期定投成本线比较



来源：国金证券研究所

1.5 QDII 基金：全球市场配置价值不再空谈，拓展投资领域特征即将展现

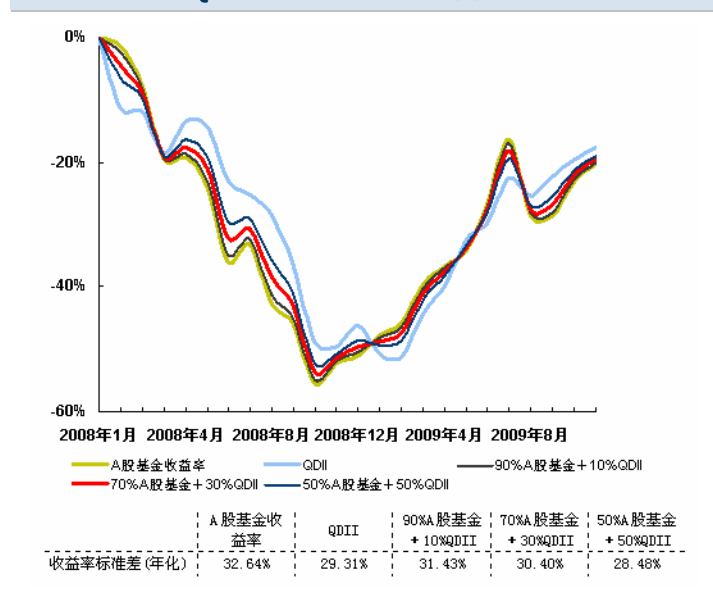
- 随着全球经济的渐次复苏，发展两年的 QDII 也二度出海。尽管从“数字”上看 QDII 首次出海的阴影尚未完全散去，但 QDII 两年的表现还是让我们在展示 QDII 价值时不再那么苍白。
- 在 QDII 首度出海时，我们谈到的更多是其配置价值。经过两年的“实践检验”，QDII 作为国内资金进行全球配置的重要通道，分散单一市场风险功能已经得到较为充分体现，讲述 QDII 的配置价值也不再是一纸空谈。
- ◆ 图表 17 中列示的 QDII 基金各阶段的收益以及设立以来与国内股票型开放式基金月净值增长率相关度（计算中考虑建仓期因素从基金设立三个月后进行相关度测算，不含指数型基金）情况。数据显示，QDII 基金与 A 股基金月收益率的相关系数平均值为 0.66，其中最高仅为 0.76，最低为 0.56，而国内股票型开放式基金尽管风格不同，但与行业平均净值增长率的相关度最低仍为 0.90。
- ◆ 图表 18 则展示了基金组合中适当搭配 QDII 前后收益率曲线以及波动（标准差）情况比较，更为直观展示对组合风险收益比的优化效果。

图表17：QDII 基金业绩表现及与 A 股基金业绩相关度

基金名称	净值增长率				与 A 股基金月收益率相关度
	08 年上 半年	08 年下 半年	09 年上 半年	09 年下 半年	
南方全球精选	-16.22%	-32.36%	20.15%	16.30%	0.60
华夏全球精选	-18.70%	-27.55%	31.37%	18.23%	0.69
嘉实海外中国股票	-28.56%	-29.94%	33.18%	18.26%	0.76
上投摩根亚太优势	-29.83%	-39.01%	31.59%	19.25%	0.68
工银瑞信全球配置	——	-40.02%	32.37%	23.51%	0.66
华宝兴业海外中国	——	-20.95%	29.08%	19.26%	0.73
银华全球核心优选	——	-25.00%	11.84%	15.21%	0.68
海富通中国海外精选	——	——	52.08%	20.67%	0.57
交银施罗德环球精选	——	——	37.45%	25.60%	0.56
A 股股票型基金平均	-36.39%	-23.65%	50.86%	13.73%	——

来源：国金证券研究所

图表18：配置 QDII 基金组合收益率曲线比较



	A 股基金收 益率	QDII	90%A 股基金 + 10%QDII	70%A 股基金 + 30%QDII	50%A 股基金 + 50%QDII
收益率标准差 (年化)	32.64%	29.31%	31.43%	30.40%	28.48%

- 伴随着 QDII 二度出海，QDII 产品也将进一步多样化，在第一批比较典型的“全球精选”和“海外中国”两大阵营基础上，采取被动投资策略的指数型产品、侧重投资成熟市场/新兴市场的产品等或将逐一走入投资者的视野。在此背景下，QDII 另一重要特征——拓展投资领域特征亦将逐渐展示出来。我们也看到，在 2009 年 A 股市场率先于成熟市场触底反弹、且涨幅大幅领先于成熟市场同时，包括印度等新兴市场表现也十分抢眼，投资领域的拓宽可以给投资者提供更多的选择，匹配更加多样化的投资需求。
- 谈到 2010 年的 QDII 投资选择，我们有如下几点建议及提醒：
 - ◆ 前述对外部环境分析中提到，美国经济 10 年有望整体保持相对平稳的复苏步伐，在通胀压力尚不显著的背景下，其刺激政策退出具备时间和空间，相应美元的弱势格局也有望得到阶段延续，大宗商品以及新兴市场亦有望继续受到流动性的青睐。因此，在 QDII 选择上，在满足配置需求前提下，前期可适当侧重新兴市场产品，后期适当侧重成熟市场或者全球配置产品。
 - ◆ QDII 产品投资市场及标的、资产配置比例范围的差异也使得产品间的风险收益特征不具备可比性，需识别产品差异，各取所需。
 - ◆ 需要提示的是，考虑到对海外市场的适应和熟悉程度的差异以及成熟市场战胜指数的难度，对 QDII 产品战胜对应基准幅度应平静预期，不宜过分参照国内基金。

第二部分：守望——固定收益类开放式基金投资操作策略篇

- 在利率上行风险“挥之不去”背景下，对 2010 年（尤其是上半年）债市持谨慎态度，建议采取短久期的防御策略，其中浮息债仍具备一定抵御利率风险能力。债市机会将更多来自于宏观经济数据波动、政策出台以及数据政策与预期差异带来的阶段性机会，但把握难度很大。信用类债券、新股网下申购仍有助于债券基金适当提高收益。
- 综合对债券市场环境、收益率水平（包括信用类债券）以及新股网下申购的分析，我们认为 2010 年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年化收益率可以达到 3%~5%的水平，尽管绝对数值上看缺乏明显的吸引力，但仍可以作为定期储蓄升级替代品种。
- 随着 CPI 水平逐步上升，1 年央票发行利率具备率先上升动力及空间，而后随着加息压力上升利率水平具备进一步攀升可能，另新股（尤其是大盘股）发行亦将引起期间拆借利率的向上波动，因此货币市场基金收益率水平有望逐步上行，预期年收益率水平在 1.8%~2.5%左右。

2.1 债券型开放式基金投资操作策略：利率上行风险尚有待释放，债基收益率吸引力不明显

2.1.1 债券基金，长期资产配置不可忽视的组成部分

- 从长期来看，相对于股票市场，债券市场的风险收益水平较低，其收益率相对稳定，债券型基金也具备低风险低收益的特征，是稳健投资者和资产配置不可忽视的组成部分。
- 根据国金基金分类，债券型基金主要分为普通债券型、新股申购型和完全债券型。从其表现来看，投资于股票二级市场的普通债券型基金收益与股指的相关性较高，在 2006 年、2007 年有较高的正收益，而 2008 年因股市下跌也有一定的损失；新股申购型基金近年来无论市场处于牛市还是熊市期间，均获得了正收益，且收益率跑赢了 CPI 和一年期存款利率。

图表19：债券型基金历史收益情况统计

	2009 年 (截止 12.18)	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
债券—普通债券型	8.56%	-0.94%	26.77%	29.08%	8.50%
债券—新股申购型	3.72%	8.91%	22.97%	10.77%	8.47%
债券—完全债券型	0.68%	5.80%	10.62%	9.52%	8.40%
一年期定期存款利率	2.25%	3.87%	4.14%	2.52%	2.25%
CPI	1 - 11 月	-0.90%	5.90%	4.80%	1.50%
	11 月单月	0.60%			

注：一年期定期存款利率采用当年最高利率。

来源：国金证券研究所

2.1.2 利率上行风险暂挥之不去，债市投资延续短久期策略

- 如前所述，以美国为代表全球经济 2010 年有望整体保持相对平稳的复苏步伐。而在“保增长、调结构”的双重目标下，预期 2010 年中国宏观经济相较过往几年的大幅波动而言总体呈现相对稳定的特征，内需仍将在经济增长中扮演重要角色，但政策引导上从投资向消费转移，全年信贷增长预期在 7-8 万亿区间，从过度宽松进入合理适度的宽松状态。同时，政府在关注经济增长的同时亦对通胀保持足够的关注，政治局和中央经济工作会议均强调要“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系”。综合经济增长、信贷投放、政策关注等分析，以及考虑到部分行业产能过剩对价格的抑制，预期 2010 年整体通胀压力并不显著，全年 CPI 预期同比增长 2.7%，且呈现逐步上升格局，资产价格膨胀

则是推动通胀水平大幅走高的风险点。在此背景下，预期中国加息将一定程度采取观察海外市场（尤其是美国）的策略，全年加息空间预计在 27 ~ 54BP，加息时间点则有望在下半年。

- 在利率上行风险“挥之不去”的背景下，我们对 2010 年（尤其是 2010 年上半年）债券市场持谨慎态度，建议继续采取短久期的防御策略，其中浮息债仍具备一定的抵御利率风险能力。相应的，债券市场机会将更多来自于宏观经济数据波动、政策出台以及数据政策与预期差异带来的阶段性机会，但机会的把握难度很大。
- 银行间市场信用类债券目前的信用利差处于相对高位，随着 2010 年中国经济的继续快速增长以及上市公司盈利情况继续上升，企业信用风险将持续下降，市场对信用债溢价水平的要求将降低，同时考虑到保险公司投资无担保信用债的放开以及银行资金配置需求等对信用类债券市场扩容的“对冲”作用，信用类债券有望成为提高收益的重要投资品种。
- A 股市场由于新股发行价格与上市交易价格之间存在一定的安全空间，因此新股申购一直是债券基金提升收益的重要渠道，当然新股申购制度的调整使得网下申购成为债券基金可选的主要方式。参考过去四年多来网下申购收益情况，并对后续新股网下申购情形进行测算显示，即使采取相对谨慎的预期下（按 0.3% ~ 0.5% 中签率、上市流通首日收盘价计算平均收益率 30% 计算年化收益率在 4.6% ~ 7.8% 区间），参与网下申购（尤其是大盘股）仍有助于债券基金适当提高收益。不过需要注意的是，在现有估值体系下，锁定期间内股票价格波动也相应增加了债券型基金的净值波动。

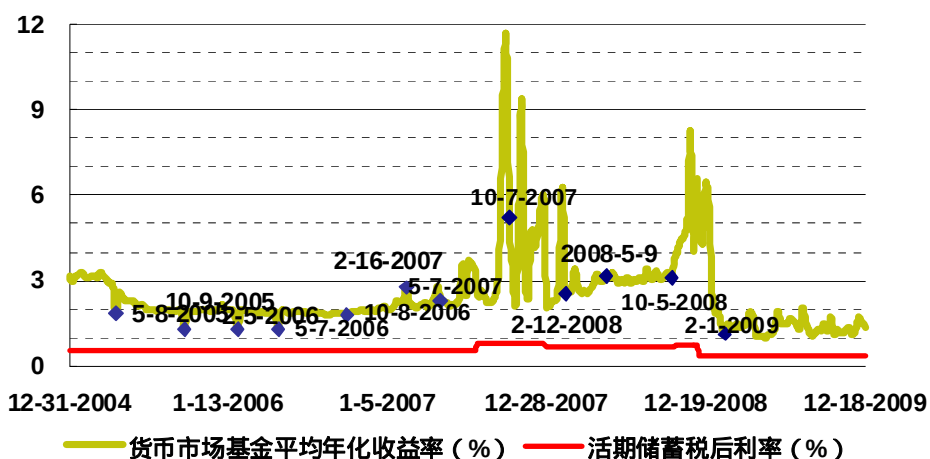
2.1.3 债券基金收益率吸引力不明显，仍可作为定存升级替代品种

- 基于上述对市场环境、收益率水平（包括信用类债券）以及新股网下申购的分析，我们认为 2010 年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年化收益率可以达到 3% ~ 5% 的水平，尽管绝对数值上看缺乏明显的吸引力，但仍可以作为定期储蓄升级替代品种。
- 综合上述分析，建议绝对低风险偏好投资者侧重关注债券 - 完全债券型产品以及持仓久期中/中短或者适当配置浮息债的完全债券型、新股申购型债券基金产品（参考 09 年三季报如广发增强债券基金、华宝兴业宝康债券基金、中银稳健增利债券基金、上投摩根纯债基金等）；适度进取操作思路下可关注在信用类债券等风险相对较高品种上持仓比例较高且历史业绩持续稳定优秀的债券 - 新股申购型产品（参考 09 年三季报如交银施罗德增利基金、富国天利增长基金、建信稳定增利基金、工银瑞信信用添利基金等）。
- 考虑到 2010 年一季度宏观因素均相对乐观，具备一定风险承受能力投资者在债券基金选择上可适当选择在可转债上予以相对侧重配置的债券型基金或者选择参与二级市场股票投资的债券 - 普通债券型基金（参考 09 年三季报如南方宝元债券基金、华夏希望债券基金、国泰双利债券基金、银华增强收益债券基金等）。

2.2 货币市场基金投资操作策略：收益率有望逐步上行

- 在充裕流动性作用下，2009 年货币市场利率维持低水平，货币市场基金在“消耗”掉初期积累的浮盈之后收益率水平亦快速下降，二季度创新 1% 的历史低点，下半年随着一年期央票发行利率的小幅上行收益率水平有所回升。整体来看，货币市场基金全年平均收益率 1.4% ~ 1.5%（不含 B 级），与年初预期一致。
- 步入 2010 年，我们认为一方面随着 CPI 水平的逐步上升，1 年央票发行利率具备率先上升的动力及空间，而后续则随着加息压力上升市场利率水平具备进一步攀升的可能；另一方面，新股（尤其是大盘股）发行对机构的吸引力将引起期间拆借利率的向上波动（中国石油、北京银行、建设银行、中国神华、中煤能源等大盘股发行期间 7 天期 SHIBOR 均冲高到 5% 以上，其中中国石油发行期间 7 天期 SHIBOR 均更是突破 10%），因此新一年货币市场基金的收益率水平有望逐步上行，预期货币市场基金年收益率水平在 1.8% ~ 2.5% 左右。

图表20：货币基金收益率曲线及与活期利率比较



来源：国金证券研究所

- 具体的产品选择方面，货币市场基金“影子定价”与“摊余成本法”确定的基金资产净值偏离度可以作为选择货币市场基金的重要参考指标。偏离度越高表现基金手中资产“浮盈”越高，其维持甚至提高目前收益率水平的潜力越大。参考偏离度数据（参考 09 年三季报）、历史收益及稳定性、流动性等，建议侧重关注华夏现金、建信货币、海富通货币、南方增利、博时现金、中银货币等“双高——高偏离度、高收益”货币市场基金产品。

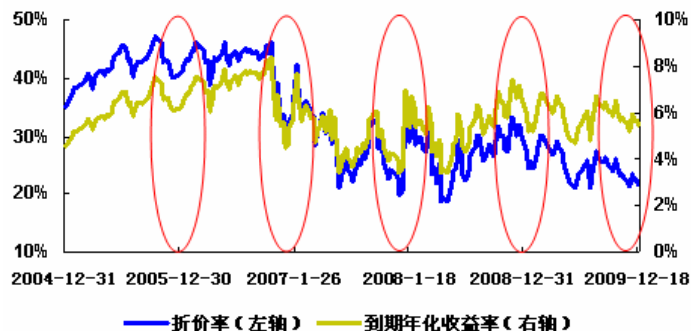
第三部分：甄选——封闭式基金投资操作策略篇

- 年度分红仍是一季度传统封基市场的主流话题，当前 20%折价已经反映“可以看到的分红”，建议一季度在封基投资上采取中性配置，寻找分红行情波动下或者全年分红能力明朗下的系统性超配机会，并从四季度收益兑现情况、历史剩余分配能力等角度寻求分配能力超预期产品。
- 在 A 股市场处于均衡格局、股指波动区间相对较窄判断下，随着年度分红的尘埃落定，预期封基二季度~三季度期间整体折价波动较小，业绩表现将成为此阶段影响封基价格的重要因素。剩余存续期 3~5 年产品无论是到其年化收益率水平还是折价的弹性空间均具备一定比较优势，同时更符合机构投资者配置需求，建议予以侧重关注。
- 金融创新预期难以引发传统封基市场质变，但可以搅动市场，提升市场交易的活跃程度，并带来阶段性机会。

3.1 年度分红仍是一季度封基市场主流话题

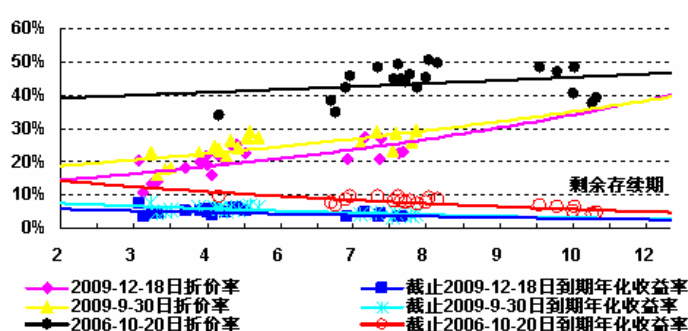
- 步入 2009 年四季度，传统封闭式基金年度分红行情“准时”上演，二级市场价格相对净值明显走强。由于年度分红通常到次年 4 月份才相对集中实施，加之四季度已实现收益、历史剩余分红是否参与分配等“想象空间”，以及考虑到 2010 年度一季度相对乐观的宏观环境，我们认为年度分红仍是一季度传统封闭式基金市场的主流话题。
- 比较过去 5 年分红行情，并参考各年度可分配收益累计情况和股票市场走势，我们认为在截止 2009 年三季度末可分配收益情况下传统封闭式基金整体折价水平可以给到 18%~20%水平，当前 20%折价已经反映“可以看到的分红”。因此，一季度在封闭式基金投资选择上，一方面建议保持中性配置，等待分红行情波动下或者全年分红能力进一步明朗下的系统性超配机会；另一方面，则从四季度收益兑现情况、历史剩余分配能力等角度寻求分配能力超预期的基金产品。

图表21：剔除分红后折价及到期年化收益率走势比较



来源：国金证券研究所

图表22：折价及到期年化收益率与历史高点比较



- 根据法律法规约定，封闭式基金收益分配采用现金方式，在符合有关基金分红条件的前提下，基金收益每年至少分配一次，且年度收益分配比例不得低于基金年度可分配收益的 90%。在此情况下，我们从基本收益分配（仅考虑今年前三季度单位已实现收益，并弥补历史亏损）和超额收益分配（截止三季度末的全部可分配收益，考虑历史剩余可分配收益）两种情况出发，并在面值 1 元以上部分¹的 90%进行分配假设以及不同合理折价水平假设下的分红套利空间进行了情景测算，测算结果如下表。综合比较基本收益分配和超额收益分配下分红潜力、分红后到期年化收益率水平以

¹尽管封闭式基金分红没有低于分红后净值不得低于面值的规定，但考虑到部分基金（尤其是开放式）契约中有类似约定，因此本文从谨慎原则出发采取此方式进行分析。

及四季度以来的净值表现（一定程度作为四季度收益兑现的参考）等因素，普惠、景宏、裕阳、金泰、兴华等具备一定的比较优势，在配置上可予以适当侧重。

图表23：传统封基分红能力比较及投资价值比较测算（计算截止 12.18，收益单位：元）

基金	08 年底 剩余单 位可分 配收益	09 年前 三季度 单位实 现收益	09 年四 季度以 来净值 增长率	当前折 价率	静态到 期年化 收益率	基本收益分配：按 09 年前三季度实现收 益弥补前期亏损后 90%分配测算					超额收益分配：按截止 09 年三季度末未 分配收益 90%分配测算				
						单位可 分配收 益	分红自 然除权 后折价	除权后 静态到 期年化 收益率	25%合理 折价收 益空间	20%合理 折价收 益空间	单位可 分配收 益	分红自 然除权 后折价	除权后 静态到 期年化 收益率	25%合理 折价收 益空间	20%合理 折价收 益空间
普惠	0.1565	0.3477	9.89%	18.18%	5.08%	0.3477	22.67%	6.55%	-2.89%	2.14%	0.5042	25.51%	7.54%	-0.44%	4.10%
景宏	0.0504	0.2118	10.62%	21.53%	5.69%	0.2118	24.77%	6.71%	-0.67%	4.95%	0.2622	25.69%	7.01%	0.22%	5.67%
裕阳	0.3329	0.2166	6.51%	14.53%	4.45%	0.2166	16.59%	5.16%	-8.98%	-3.79%	0.5495	21.21%	6.84%	-3.96%	0.23%
兴和	0.0107	0.1584	11.60%	22.53%	5.74%	0.1584	25.41%	6.63%	0.10%	5.90%	0.1691	25.63%	6.70%	0.33%	6.08%
景福	0.1168	0.1759	10.43%	22.44%	5.18%	0.1759	25.37%	5.99%	0.05%	5.82%	0.2927	27.77%	6.68%	2.27%	7.60%
裕隆	0.1068	0.1558	7.86%	20.23%	5.17%	0.1558	22.65%	5.89%	-2.96%	2.70%	0.2626	24.68%	6.52%	-0.90%	4.36%
汉兴	0.0797	0.1382	7.75%	22.84%	5.29%	0.1382	25.12%	5.92%	-0.15%	5.80%	0.2179	26.66%	6.35%	1.38%	7.02%
汉盛	0.0366	0.1729	7.73%	19.34%	4.99%	0.1729	21.43%	5.62%	-4.30%	1.36%	0.2095	21.93%	5.77%	-3.73%	1.82%
安信	0.1192	0.2149	10.48%	13.51%	4.22%	0.2149	15.60%	4.95%	-9.81%	-4.72%	0.3341	17.05%	5.47%	-7.88%	-3.18%
兴华	0.1025	0.3601	13.86%	10.68%	3.42%	0.3601	13.68%	4.47%	-10.51%	-6.02%	0.4626	14.86%	4.90%	-8.94%	-4.76%
通乾	0.1505	0.1827	11.28%	20.98%	3.58%	0.1827	23.62%	4.11%	-1.91%	3.78%	0.3332	26.36%	4.68%	0.72%	5.88%
安顺	0.1614	0.3555	12.03%	12.23%	2.95%	0.3555	15.11%	3.72%	-9.66%	-4.94%	0.5169	16.93%	4.22%	-7.44%	-3.16%
科瑞	-0.0323	0.2911	11.22%	20.98%	3.31%	0.2588	25.65%	4.18%	0.09%	5.38%	0.2588	25.65%	4.18%	0.09%	5.38%
裕泽	-0.1380	0.1850	7.92%	10.18%	7.67%	0.0470	10.59%	8.01%	-15.54%	-10.16%	0.0470	10.59%	8.01%	-15.54%	-10.16%
金泰	-0.1086	0.1809	9.70%	19.42%	6.82%	0.0723	20.58%	7.29%	-5.36%	0.54%	0.0723	20.58%	7.29%	-5.36%	0.54%
普丰	0.1603	0.0459	9.81%	22.14%	5.63%	0.0459	22.87%	5.85%	-2.75%	3.49%	0.2062	25.89%	6.77%	0.51%	6.09%
天元	0.2433	0.1589	9.49%	20.37%	4.98%	0.0489	21.10%	5.19%	-4.84%	1.24%	0.2922	25.64%	6.53%	0.00%	5.11%
同益	0.1948	0.0338	11.74%	18.72%	4.93%	0.0338	19.14%	5.06%	-7.11%	-1.09%	0.2286	22.05%	5.95%	-3.55%	1.76%
银丰	-0.0013	0.1427	9.97%	23.12%	3.51%	0.0104	23.33%	3.55%	-2.18%	4.27%	0.0104	23.33%	3.55%	-2.18%	4.27%
开元	-0.0060	-0.0100	8.31%	21.24%	7.56%	0.0000	21.24%	7.56%	-4.78%	1.57%	0.0000	21.24%	7.56%	-4.78%	1.57%
同盛	-0.0716	0.0060	10.97%	25.03%	6.08%	0.0000	25.03%	6.08%	0.04%	6.71%	0.0000	25.03%	6.08%	0.04%	6.71%
金鑫	-0.0994	0.0805	10.67%	24.27%	5.91%	0.0000	24.27%	5.91%	-0.96%	5.64%	0.0000	24.27%	5.91%	-0.96%	5.64%
泰和	-0.2791	0.2613	11.65%	20.89%	5.60%	0.0000	20.89%	5.60%	-5.19%	1.13%	0.0000	20.89%	5.60%	-5.19%	1.13%
鸿阳	-0.2682	0.0018	8.17%	27.40%	4.70%	0.0000	27.40%	4.70%	3.31%	10.19%	0.0000	27.40%	4.70%	3.31%	10.19%
丰和	-0.3308	0.2055	11.04%	27.09%	4.45%	0.0000	27.09%	4.45%	2.86%	9.72%	0.0000	27.09%	4.45%	2.86%	9.72%
久嘉	-0.2740	0.1639	18.74%	23.80%	3.63%	0.0000	23.80%	3.63%	-1.57%	4.99%	0.0000	23.80%	3.63%	-1.57%	4.99%

注：图表依据基金前三季度单位已实现收益自上而下分为具有高分红能力、具备低分红能力以及尚不具备分红能力三类，各类内按照分红自然除权后静态到期年化收益率由高到低排序。

来源：国金证券研究所

3.2 分红过后回归业绩驱动，侧重剩余 3~5 年产品

- 对比图表 21 折价率及到期年化收益率走势可以看到，随着 2006 年四季度制度创新及大牛市触动的封闭式基金折价系统性回归之后，2008 年下半年

以来封闭式基金整体折价及到其年化收益率波动区间不甚显著，相对明显的高点仅出现在 2008 年三季度末～四季度初的市场极度悲观时期。

- 因此，在预期 2010 年 A 股市场处于均衡格局之中、股指波动区间相对较窄的背景下，随着年度分红的尘埃落定，我们认为封闭式基金在二季度～三季度期间整体折价波动相对较小，相应的业绩表现将成为此阶段影响封闭式基金市场价格的重要因素。综合本文第一部分权益类开放式基金投资策略思路，从管理人投资管理能力、持仓结构特征等角度出发，建议侧重关注安顺、金鑫、裕阳、汉盛、天元等产品。
- 分期限比较传统封基的剩余存续期以及折价率、到期年化收益率水平，如图 22 所示，剩余存续期 3～5 年基金产品无论是到其年化收益率水平还是折价的弹性空间，均具备一定的比较优势，同时相对较短的剩余期限也相对而言更符合机构投资者配置的需求，因此在传统封基选择上建议侧重剩余存续期 3～5 年基金产品。

图表24：封闭式基金持有人情况

	2009 年中报	2008 年年报	2008 年中报
机构投资者持有比例	51.79%	42.96%	48.77%
保险资金持有比例 (仅统计前十大持有人)	27.09%	20.16%	27.24%

来源：国金证券研究所

3.3 金融创新搅动封基市场

- 前以叙及，融资融券、股指期货等金融创新推出的条件日趋成熟。尽管上述创新推出尚无明确的时间表，但无论融资融券还是股指期货的推出都会“搅动”处于折价状态的传统封闭式基金：
 - ◆ 封闭式基金作为上市基金的一种，如果可以作为融资融券的标的证券（2006 年出台《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》规定上市证券投资基金作为标的证券及可充抵保证金的有价证券在计算保证金金额时折算率最高不超过 80%），赋予的杠杆将一定程度提升封闭式基金的市场价值，当然具体还需要根据操作中的实际折算率、操作成本等因素来综合确定。
 - ◆ 融券功能以及股指期货推出将给投资者提供对冲风险的机会，投资者可以考虑在对冲市场风险（完全对冲或者部分对冲）基础上获得封闭式基金折价率随剩余期限回归下的收益。
 - ◆ 不过，阶段（如三个月、半年）市场中封闭式基金相对市场业绩、折价率变化存在一定不确定性，同时期货合约的交割价格波动及操作成本、融资融券标的证券价格波动及操作成本亦均会增加套利操作不确定性，在传统封闭式基金到期年化收益率处于 $6\% \pm 2\%$ 核心区间上下波动、所能提供的安全边际有限的背景下，金融创新难以引发传统封基市场质变，但有望搅动封闭式基金市场，提升市场交易的活跃程度，并带来阶段性机会。
 - ◆ 同样，从金融创新角度考虑，剩余存续期 3～5 年的封闭式基金到期年化收益率相对较高，亦具备相对优势。

第四部分：2010 年 1 月份基金组合推荐

- 我们在 2010 年继续每月为投资者提供五类基金组合，具体组合分类及对应基准情况如下表所示。

图表25：组合说明

	进攻型组合	防御型组合	绝对收益组合	灵活配置组合	封闭基金组合
投资对象	投资对象以股票型/混合型开放式基金为主，两类产品配置比例不低于 80%	投资对象涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金	投资对象以债券型开放式基金/货币市场基金为主，两类产品配置比例不低于 80%	投资对象涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金/货币市场基金	完全配置封闭式基金
组合目标	通过相对稳健的类属配置，构建高/中/低不同风险特征的组合，目标旨在取得超越业绩基准的相对收益。适合对自身风险定位清晰及有主动进行配置需求的投资者。			通过积极灵活类属配置，谋求绝对收益和相对收益间的平衡。适合对自身风险定位不甚清晰、在保值基础上有适当增值需求的投资者。	精选封闭式基金，取得超越业绩基准的相对收益。
业绩基准	偏股型开放式基金收益指数	60%偏股型开放式基金收益指数 + 40%债券型开放式基金收益指数	二年期定期存款税后利率	MAX（一年期定期存款税后利率，50%偏股型开放式基金收益指数）	封闭式基金价格指数
市场基准	80%流通 A+20%上证国债指数	50%流通 A+50%上证国债指数	——	——	——
07 年	组合收益率	140.11%	104.37%	17.67%	225.07%
	相对业绩基准收益	20.27%	30.20%	14.29%	80.12%
08 年	组合收益率	-37.34%	-20.95%	12.65%	-32.12%
	相对业绩基准收益	14.31%	12.14%	8.34%	12.53%
09 年	组合收益率截止 12.20	80.92%	52.87%	7.25%	102.79%
	相对业绩基准收益	20.79%	17.38%	4.52%	13.34%

开放式基金收益指数采用总规模派氏加权法计算，反映基金总体净值增长情况：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期指数样本的总净资产}}{\text{基期}} \times \text{基期指数}$$

其中：总净资产 = $\sum$ （样本报告期的规模 × 样本的净值）。遇到分红、份额变动等情况，按“除数修正法”进行修正：即日指数=即日基金净值/调整后前一交易日基金净值*前一交易日收盘指数。新基金在设立 90 天后记入指数。其中偏股型开放式基金收益指数以股票型和混合型开放式基金为样本，债券型开放式基金收益指数以债券型开放式基金为样本。

来源：国金证券研究所

- 依据前面各部分对相关市场以及各类产品投资操作策略分析，建立国金 1001 期基金组合如下：

图表26：1001 期进攻型组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
兴业社会	股票型	傅鹏博	兴业全球	20%
银华优选	股票型	陆文俊	银华	20%
方达中小盘	股票型	何云峰	易方达	20%
华夏成长	混合 - 灵活配置型	巩怀志	华夏	20%
富国天瑞	混合 - 灵活配置型	宋小龙	富国	20%

来源：国金证券研究所

图表27：1001 期防御型组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
宝康消费品	混合 - 积极配置型	闫旭	华宝兴业	20%
兴业全球	股票型	董承非	兴业全球	20%
国富价值	股票型	张晓东	国海富兰克林	20%
富国天利	债券 - 新股申购型	饶刚 杨贵宾	富国	20%
建信增利	债券 - 新股申购型	汪沛 钟敬棣 黎颖芳	建信	20%

图表28：1001 期灵活配置组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
国泰区位优势	股票型	邓时峰	国泰	20%
大成成长	股票型	周建春	大成	20%
景顺增长	股票型	王鹏辉	景顺长城	20%
工银添利 A	债券 - 新股申购型	江明波	工银瑞信	20%
广发强债	债券 - 新股申购型	谢军	广发	20%

来源：国金证券研究所

图表29：1001 期绝对收益组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
上投纯债 A	债券 - 完全债券型	王亚南	上投摩根	30%
宝康债券	债券 - 新股申购型	谭微思	华宝兴业	30%
中银增利	债券 - 新股申购型	李建	中银	40%

图表30：1001 期封闭基金组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
基金裕阳	股票型	周力	博时	20%
基金汉盛	股票型	朱少醒	富国	20%
基金景宏	股票型	袁青	大成	20%
基金兴华	股票型	阳琨	华夏	20%
基金普惠	股票型	冀洪涛	鹏华	20%

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。