

仓位已步入高位敏感区

开放式基金投资组合分析 2009Q4

报告关键点：

- 股票型基金仓位与历史最高位相差无几
- 混合型基金仓位创历史新高
- 政策成为未来一个季度影响市场的重要因素

报告摘要：

➤ 1. 大类资产配置

- 在09年四季度末，主动开放式股票型基金股票资产配置比例为**85.80%**，主动开放式混合型基金股票资产配置比例为**81.39%**，较上季度末的83.13%和76.20%均有提高，从2004年以来的历史数据来看，主动股票型基金的仓位已然与历史最高点相差无几，而混合型基金的仓位已经创出新高。
- 数据表明，大公司平均仓位是85.39%，比上季度的78.88%大幅上升近7个百分点，与股票方向基金整体80.76%的仓位水平相比高出近5个百分点；小公司平均仓位82.68%，比上季度的71.69%上升了近11个百分点，但仍低于股票方向的整体水平。从仓位的绝对水平上来看似乎大公司更为积极，但小公司在过去一个季度仓位上升的幅度却明显高于大公司。

➤ 2. 行业配置

- 数据显示，09年四季度末，基金重点配置的五大行业分别为：金融保险业、机械设备、采掘业、金属非金属、食品饮料，与上一季度相比（金融保险业、机械设备、采掘业、金属非金属和房地产业）非常明显的变化是房地产行业被食品饮料行业所替代。
- 从市场标准配置的角度来看，机械设备、批发零售、食品饮料、医药生物等行业得到基金的超配，电力煤气、交通运输、采掘业、金融保险业等行业则被基金低配。

➤ 3. 个股配置

- 四季度基金重仓股中新增品种127只，被剔除出去的股票有87只。新增品种中，化工、机械设备、黑色金属、医药生物、公用事业等5个行业的股票数量都接近或超过10只，其中化工行业达到17只。退出品种中，化工、医药生物、房地产等3个行业的股票均达到或超过10只。
- 新进和退出个股的市值规模差异显著，新进入的个股平均市值较小。同时，新进入的重仓股在市盈率和市净率等估值指标上也比退出股票平均水平高。此外，两组个股在四季度的市场表现差距显著，新进重仓股取得了超出退出品种近100%的收益率。

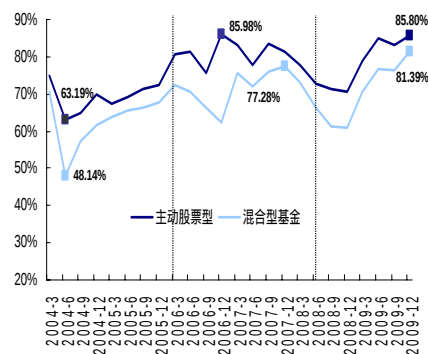
➤ 4. 市场判断

- 在对未来一个季度的展望中，基金经理普遍认为宏观经济层面的政策变动将是影响市场走向的一个重要因素，震荡可能是未来一段时间市场运行的主要特征。

研究员

任瞳 金融工程分析师
0755-82558015 rentong@essence.com.cn

主动型股票方向基金仓位变动



前期研究成果

- 量化产品设计：国际经验与中国实践
2009-12-21
- 仓位高位徘徊，未来谨慎乐观
2009-10-30
- 基金半年报系列分析之四：运作与绩效
2009-09-03

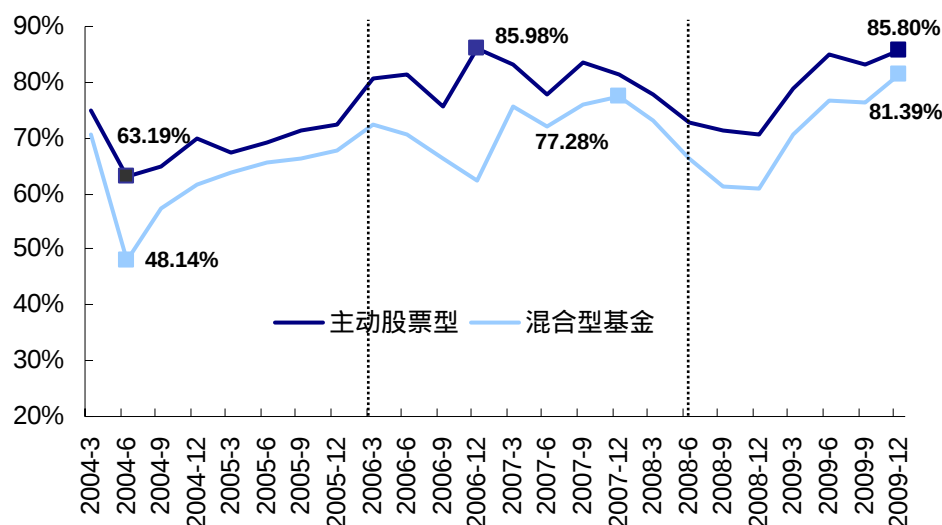
金融工程研究团队

付强	首席金融工程分析师
021-68765076	fuqiang@essence.com.cn
曾长兴	金融工程分析师
0755-82558032	zengcx@essence.com.cn
常科丰	金融工程分析师
0755-82558010	changkf@essence.com.cn
任瞳	金融工程分析师
0755-82558015	rentong@essence.com.cn
柴宗泽	金融工程分析师
010-66581652	chaizz@essence.com.cn
潘凡	助理金融工程分析师
021-68765295	panfan@essence.com.cn

1. 大类资产配置

09 年 4 季度，国内 A 股市场依然维持上涨态势，上证综指上涨 497.71 点，涨幅达 17.91%。从板块及个股走势上看，市场结构性分化较为明显。受益于国家刺激政策的低碳主题、家电、医药、消费和汽车行业等表现较好，而周期类个股受调控预期影响呈现震荡格局，涨幅相对较小。A 股表现良好的大背景，是全球主要经济体前期表现良好的经济先行指标逐步被实体经济数据验证，部分经济数据甚至大幅超出市场预期，投资者信心逐步恢复，海外股票市场持续反弹，不断创出反弹新高。虽然国内货币政策的适度微调和刺激政策的可能退出对投资者信心造成一定影响，但强劲的经济数据和上市公司盈利表现使得投资者对经济复苏仍抱有信心。

图 1、主动型股票方向基金仓位变动



数据来源：Wind

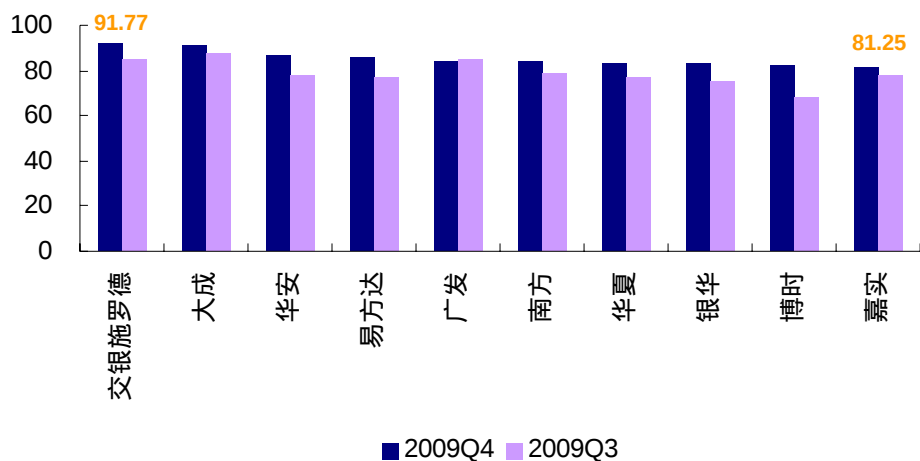
在 09 年四季度末，主动开放式股票型基金股票资产配置比例为 85.80%，主动开放式混合型基金股票资产配置比例为 81.39%，较上季度末的 83.13%和 76.20%均有提高，从 2004 年以来的历史数据来看，主动股票型基金的仓位已然与历史最高点相差无几，而混合型基金的仓位已经创出新高（图 1）。

我们针对大型和小型基金公司分别进行了统计，数据表明，大公司平均仓位是 85.39%，比上季度的 78.88%大幅上升近 7 个百分点，与股票方向基金整体 80.76%的仓位水平相比高出近 5 个百分点（图 2）；小公司平均仓位 82.68%，比上季度的 71.69%上升了近 11 个百分点，但仍低于股票方向的整体水平（图 3）。从仓位的绝对水平上来看似乎大公司更为积极，但小公司在过去一个季度仓位上升的幅度却明显高于大公司。

大公司中仓位最高的是交银施罗德基金，达到 91.77%，最低的是嘉实基金，只有 81.25%，我们注意到，嘉实基金在上一季度末其仓位水平就处于大公司中较低端，这一状况在四季度并未改变。小公司中仓位最高的是诺德基金，达到 85.29%，最低的是浦银安盛基金，只有 78.29%。

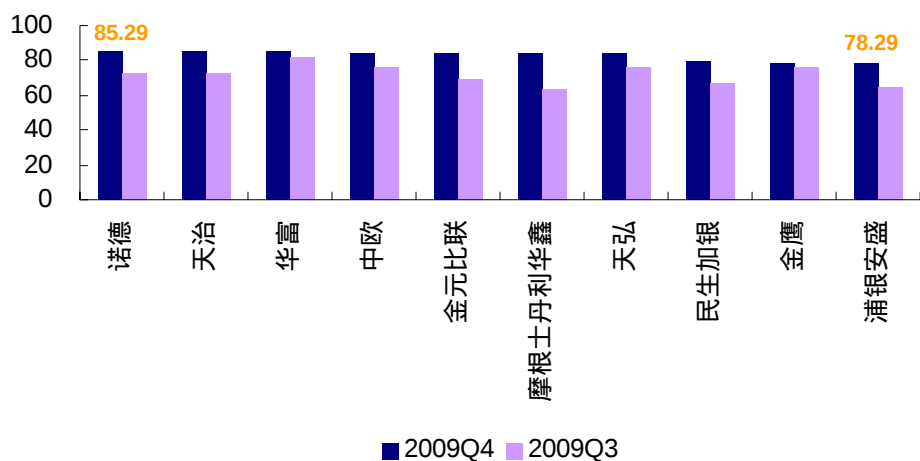
四季度中，各基金公司仓位变化的幅度仍然差异显著。在大公司中，变动最剧烈的是博时基金，增仓幅度达到 14 个百分点，而广发基金的仓位水平还略微下降。在小公司的代表中，其增仓幅度均显著超过大公司，其中摩根华鑫基金以 20%的增幅位居首位。

图 2、前十大基金公司仓位情况 (%)



数据来源：Wind

图 3、小规模基金公司仓位情况



数据来源：Wind

2. 行业配置

数据显示，09 年四季度末，基金重点配置的五大行业分别为：金融保险业、机械设备、采掘业、金属非金属、食品饮料，与上一季度相比（金融保险业、机械设备、采掘业、金属非金属和房地产业）非常明显的变化是房地产行业被食品饮料行业所替代。

从市场标准配置的角度来看，机械设备、批发零售、食品饮料、医药生物等行业得到基金的超配，电力煤气、交通运输、采掘业、金融保险业等行业则被基金低配（表 1）。

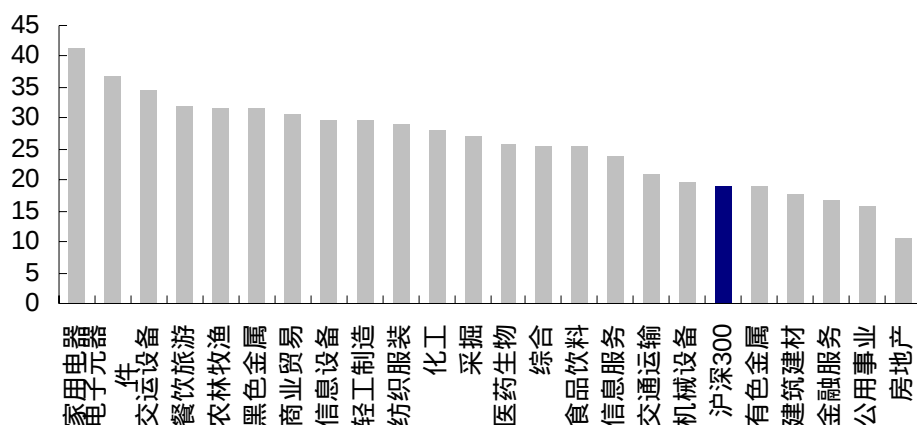
表 1、主动股票方向基金行业分布

行业名称	2009Q4				2009Q3			
	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)	占净值比(%)	占股票投资市值比(%)	股票市场标准行业配置比例(%)	相对标准行业配置比例(%)
农林牧渔业	0.46	0.55	0.90	-0.35	0.37	0.46	0.98	-0.53
采掘业	7.88	9.37	12.45	-3.08	7.00	8.70	8.19	0.52
食品饮料	5.70	6.77	4.11	2.67	5.27	6.55	4.79	1.76
纺织服装	0.45	0.53	1.23	-0.70	0.37	0.46	1.37	-0.91
木材家具	0.07	0.08	0.14	-0.06	0.08	0.10	0.15	-0.05
造纸印刷	0.49	0.58	0.61	-0.03	0.59	0.73	0.64	0.08
石油化学	4.62	5.50	4.14	1.36	3.94	4.90	4.60	0.30
电子	1.17	1.39	1.65	-0.26	0.61	0.75	1.66	-0.91

金属非金属	7.32	8.70	6.86	1.83	5.88	7.31	7.88	-0.56
机械设备	11.26	13.39	9.93	3.46	10.73	13.34	10.33	3.01
医药生物	5.09	6.05	3.71	2.34	4.57	5.68	4.26	1.42
其他制造业	0.33	0.40	0.59	-0.19	0.43	0.54	0.56	-0.03
电力煤气	0.86	1.03	3.45	-2.42	1.35	1.68	4.20	-2.52
建筑业	1.42	1.69	1.85	-0.16	1.63	2.03	2.09	-0.07
交通运输	1.94	2.30	5.15	-2.85	1.81	2.25	5.43	-3.18
信息技术业	3.78	4.49	3.92	0.57	3.29	4.09	4.49	-0.40
批发零售	5.43	6.45	3.52	2.93	4.63	5.76	3.78	1.98
金融保险业	19.21	22.84	27.50	-4.65	19.31	24.01	24.26	-0.25
房地产业	3.80	4.52	4.63	-0.11	5.76	7.17	5.96	1.21
社会服务业	0.99	1.17	1.14	0.03	1.11	1.37	1.31	0.06
传播文化	0.45	0.54	0.50	0.04	0.33	0.41	0.63	-0.22
综合类	1.39	1.65	2.06	-0.41	1.37	1.70	2.49	-0.79

数据来源：Wind

图 4、2009Q4 行业指数表现



数据来源：Wind

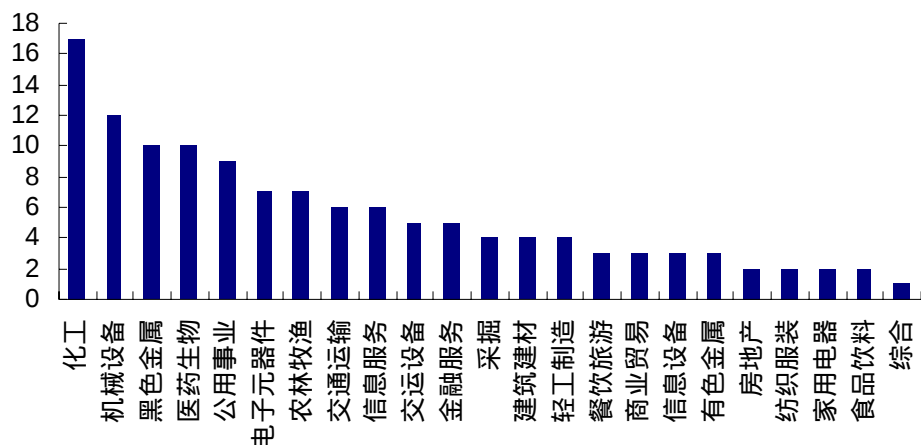
3. 个股配置

在基金个股选择层面，我们重点关注的是每个季度在基金前十大重仓股中出现的新品种以及那些退出十大重仓股行列的品种，管理人对这些股票进行增持或减持以至于清仓，表明了对这些品种的真实看法。

四季度基金重仓股中新增品种 127 只，被剔除出去的股票有 87 只。新增品种中，化工、机械设备、黑色金属、医药生物、公用事业等 5 个行业的股票数量都接近或超过 10 只，其中化工行业达到 17 只。退出品种中，化工、医药生物、房地产等 3 个行业的股票均达到或超过 10 只（图 5、图 6）。

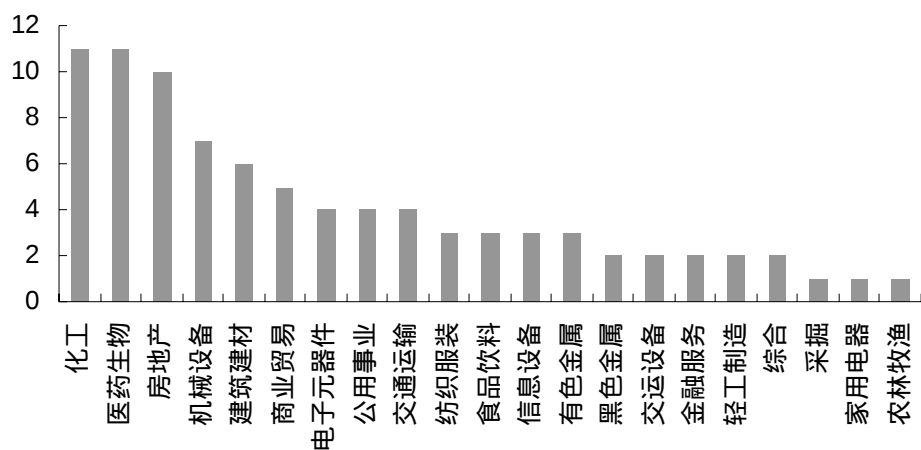
我们统计了基金在四季度新进和退出的重仓股的一些特征指标，结果显示，新进和退出个股的市值规模差异显著，新进入的个股平均市值较小。同时，新进入的重仓股在市盈率和市净率等估值指标上也比退出股票平均水平高。此外，两组个股在四季度的市场表现差距显著，新进重仓股取得了超出退出品种近 100% 的收益率（图 7）。

图 5、新进十大重仓股行业分布



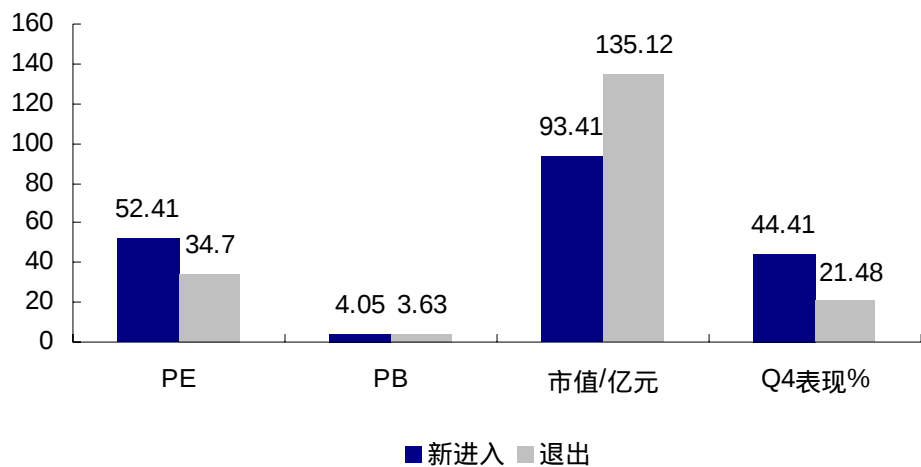
数据来源：Wind

图 6、退出十大重仓股行业分布



数据来源：Wind

图 7、新进与退出的重仓股特征比较



数据来源：Wind

4. 市场判断

我们选择了四季度业绩表现突出且具有一定代表性（具有一定规模）的股票与混合基

金，将其管理人对未来一个季度宏观经济以及市场行业的判断汇总为表 2 和表 3，为投资者判断市场提供一个来自主流机构的视角。在对未来一个季度的展望中，基金经理普遍认为宏观经济层面的政策变动将是影响市场走向的一个重要因素，震荡可能是未来一段时间市场运行的主要特征。

表 2、主动股票型基金之观点（主动股票型基金股票仓位平均为 85.8%）

基金名称	基金经理	规模/ 亿元	仓位 %	观点	
				宏观/市场	行业/主题
银华领先策略	杨靖	6.96	84.43	当经济进入正常状态时，行业之间将出现分化，整体的行业性投资机会将大大减少；寻找结构性的投资机会在 2010 年将更为重要；资金面压力；市场会出现反复震荡的走势	保持中等的仓位比例，将行业配置放在较为次要的地位，取而代之的是将自下而上的个股选择；行业配置方面，依然看好以汽车为代表的泛消费板块和以节能减排、环保为主要代表的低碳经济板块
华夏大盘精选	王亚伟	63.10	94.70	在经济持续恢复的前提下，宏观刺激政策将择机退出，将制约股市产生大的趋势性行情，维持震荡格局是主基调，结构调整将成为超额收益的主要来源；股指期货的推出提上议事日程，将对市场的运行格局产生较大影响	把估值的安全性作为选择投资标的的重要考虑因素，回避未来业绩增长无法支撑股价的高估值品种
华宝兴业大盘精选	冯刚	20.03	89.83	市场将维持震荡格局，但其中不乏机会，个股选择的重要性会进一步得到体现；存在风格转换的可能，但是过程将是缓慢和曲折的；市场对于政策的变化将更为敏感	重点关注和出口、通胀相关的行业和个股；关注行业或者投资主题包括：通胀相关的资源，估值很低的金融，业绩持续增长的医药，下乡以及更新换代的家电，低端劳动力的重大拐点长期利好机械装备、低端消费，节能减排，房地产投资上升利好钢铁、水泥等建材类行业，军工等。对区域经济和世博等主题投资也保持关注。

数据来源：Wind 资讯

表 4、主动混合型基金之观点（主动混合型基金股票仓位平均为 81.39%）

基金名称	基金经理	规模/ 亿元	仓位 %	观点	
				宏观/市场	行业/主题
易方达科汇	冯波 吴欣荣	11.55	79.50	经济的持续高速增长与刺激政策退出应该是导致市场产生波动的两个主要因素；基本排除恶性通胀的可能，经济的增速将超过 09 年，但不会出现整体过热或者流动性泛滥的局面；2010 年市场的波动会频繁，但波幅不大	重点关注两类投资机会，一是市场对调控过度担心可能导致的周期类股票低估；二是政府在保增长、调结构的大方针下大力支持科技、环保、医药、消费等行业，尤其是一些可能导致人们生活方式发生转变的关键技术在未来可能的大规模应用，如 3G 或更高速的移动传输手段以及移动支付等等
汇丰晋信动态策略	邵骥咏	22.96	88.16	未来一个季度市场波动和震荡可能更多来自于投资者对政策调整之后的担忧；即便一季度出现由于刺激政策回收所形成的指数波动，但再度形成 2008 年的单边下跌可能性也不大	关注和把握未来中长期增长前景明确、当前盈利增长确定的行业如通信技术、医药、泛消费品等的投资机会；密切关注中国经济转型过程中能够中长期受益的行业如新能源、生物技术、节能环保等新兴产业中优秀上市公司的投资机会
易方达价值成长	潘峰	325.66	93.61	对未来市场持谨慎乐观态度，认为整体性机会弱于 2009 年，但主题性机会以及个股行情仍将延续精彩	注重板块切换和个股选择，重点投资于受益于再平衡过程的优势企业，具体方向包括以移动互联网为代表的新兴产业以及价值被低估的传统产业

数据来源：Wind 资讯

作者简介

任瞳，管理学硕士，金融工程研究员。2004 年进入证券行业，6 年基金行业研究经验，2008 年 5 月加入安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034