



2010年7月1日

经济结构调整 弱市下把握阶段性交易型机会

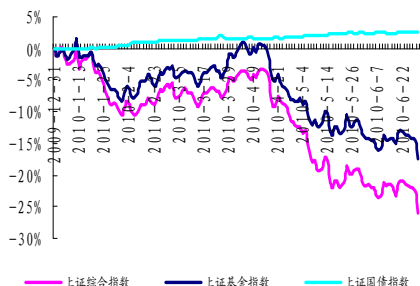
——2010年下半年基金投资策略

分类基金 2010上半年平均收益

普通股票型	-17.43%
混合型	-14.37%
封闭式	-9.01%
开放式指数型	-25.51%
债券型	1.8%
货币型	0.77%
上证综指涨幅:	-25.61%

(截止6月29日)

基金指数相对市场表现



执业证书号: S1030209070557

鲍松柏

+86 755 83199599 ext 8240

Baosb@csc.com.cn

分析师声明

本人, 鲍松柏, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

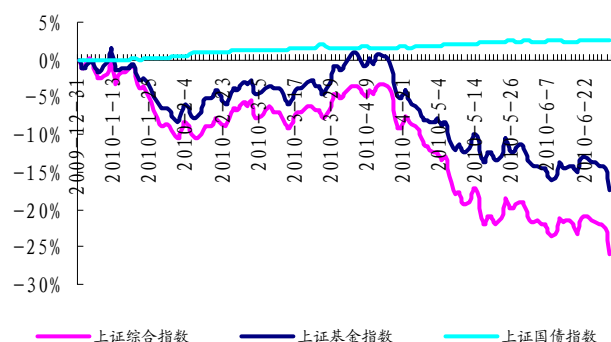
- **经济结构调整势不可挡, 市场风险释放还需时日。**过去的经济增长模式不可持续, 2010年注定是经济结构调整的重要一年。资本市场估值水平在09年快速透支经济恢复预期。以调房价促消费、管理通胀预期和淘汰落后过剩产能等改变经济增长模式为目的的相关政策不断出笼。内外等综合因素造成了A股市场持续下挫, 同时债券市场表现较为可观。
- **基金市场持续低迷, 持仓维持低位。**根据二季度股市和债市的表现, 我们预计7月推出的基金季报数据仍然能维持一季度的趋势, 即基金持股仓位继续下跌, 偏股型开放式基金份额环比继续下跌, 而债券型基金份额环比将上升; 基金持股和行业集中度仍将维持较低水平。
- **A股估值中枢继续下移, 基金市场或有交易型机会。**预计3季度基金市场整体表现将在股市筑底过程中企稳, 而4季度有望出现阶段性回升机会。规避风险将成为下半年大类基金资产配置的主要考量因素, 债券型和货币市场型等低风险基金有望受市场追捧。3季度偏股类基金表现可能持续低迷, 4季度有望转暖而出现交易型机会。
- **普通股票型基金关注其对行业前景预测, 以及选时择股能力的综合考量。**通过量化方式可得出综合表现较好的偏股类主动开放式基金, 同时我们建议选择可灵活调整股票仓位的混合型基金, 并且根据未来季报所披露的行业持仓, 阶段性地选择倾向于较高比例配置趋势向好行业的基金。
- **关注封闭式基金的分红因素和平均折价率。**在下半年我们持续看好封闭式债基富国天丰收益的表现; 市场3季度企稳后, 近半年综合表现相对较好的基金丰和, 基金景福, 基金通乾有望出现不错的回升机会。在当前封基-10%到-20%的折价空间内把握二级市场的交易性机会。
- **创新式封闭式基金当前仅作为阶段性反弹下的高风险交易型品种。**是否使用或使用何种杠杆, 依赖于对市场整体趋势以及产品收益分配的预期判断, 以及投资者自身的风险承受能力。
- **加大债券或货币市场基金配置防御市场风险。**根据先前的债市策略, 近半年业绩表现较好, 或持有高信用评级、有担保的企业债和持债组合久期较短的债基, 具备较好的防御作用。

经济结构调整势不可挡 市场风险释放还需时日

过去的经济增长模式不可持续，2010 年注定是经济结构调整的重要一年。在 09 年宽松的财政和货币政策推动下，经济逐步摆脱了全球金融危机的影响，出现恢复性增长。与此同时，以房价为首的物价水平增长过快，资本市场估值水平快速透支经济恢复预期。以调房价促消费、管理通胀预期和淘汰落后过剩产能等改变经济增长模式为目的的相关政策不断出笼；另一方面，国内收入结构不平衡使得刺激消费收效甚微；外围市场，欧美经济复苏仍显缓慢，局部地区债务危机抬头，导致各国贸易保护主义盛行。同时，欧美对人民币汇率施压，人民币升值预期日益高涨，这又对我国出口构成威胁。内外因素导致 A 股市场年初以来不断下挫，截止 6 月 29 日上证指数上半年跌幅为 25.61%，创全球市场最大跌幅。在经济结构调整成效尚不显著的情况下，目前 A 股系统风险还没有任何迹象表明已经充分释放。

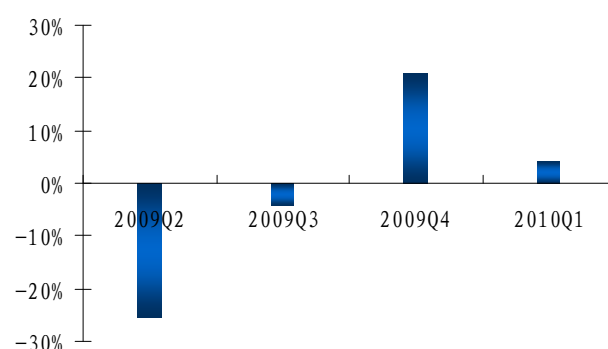
由于国内经济增长基础仍不牢固，大幅快速地退出宽松政策不切实际。年内加息之忧暂可排除，但 1 季度两次提高准备金已造成货币信贷政策事实上的趋紧。债券市场整体收益为正，与股市表现截然相反，有效地扮演了弱市下的避风港角色。

Figure1 2010 年上半年大类资产市场收益增长率



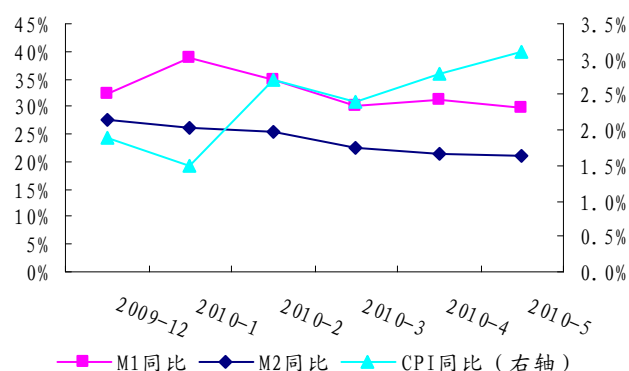
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 上市公司季度加权平均每股收益环比增长



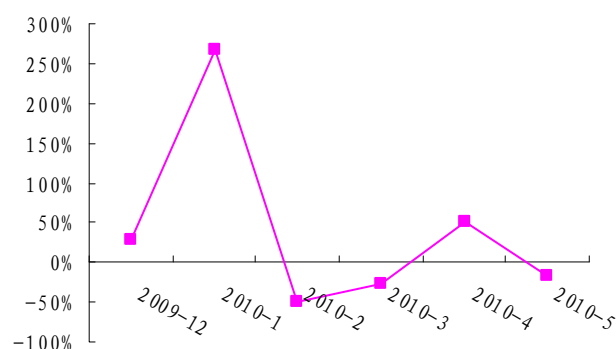
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 近半年货币供给同比和 CPI 同比增长



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 近半年各月新增贷款环比增速



资料来源：WIND、世纪证券研究所

由于偏股型基金在全部基金中占比较高，基金市场净值规模变化与

A 股走势高度一致，基金所持股票资产价格的回落直接拉低了净值表现。因此，2010 上半年基金市场的低迷表现主要源于股市深度调整。在此期间，上年共发行各类型基金 66 只，扣除 7 只 QDII 其中股票型基金发行 48 只、混合型 3 只，债券型分别为 3 和 4 只。股票型基金发行数量占有新发基金仍为最大比重，平均每月发行 8 只左右，但月度平均规模较 09 年大幅降低，约每月 144 亿份；一季度，债券型基金发行数量和规模为 0。随着股市风险不断加大，二季末以来避险资金需求增加，债基重启发行，二季度共发行 4 只债基，平均月度发行份额约 30 亿份。

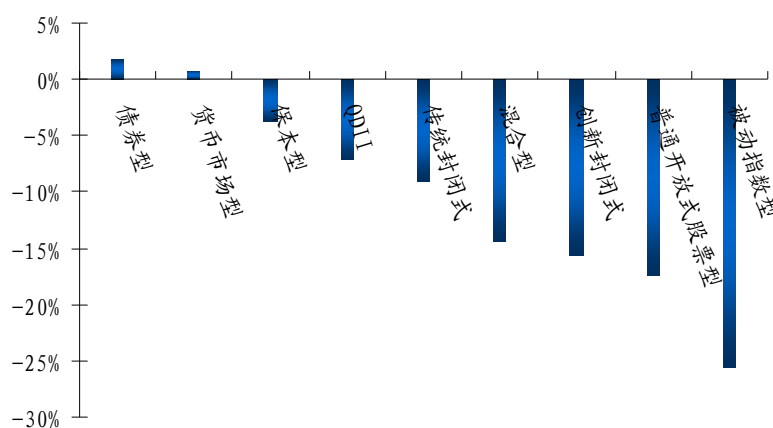
Figure 5 2010 上半年偏股型基金和债券型基金发行概况

月份	偏股基金只数	偏股基金发行份额(亿份)	债基只数	债基发行份额(亿份)
2010-1	9	189.34	0	0
2010-2	6	180.41	0	0
2010-3	12	197.32	0	0
2010-4	6	105.76	1	21.72
2010-5	13	153.87	2	41.37
2010-6	5	/	1	/

资料来源：WIND、世纪证券研究所

统计成立满半年的各类基金的平均净值收益，数据显示上半年债券型基金净值上涨 1.8% 为最高。其余类型按净值增长高低顺序依次为货币市场型、保本型、QDII、传统封闭式、混合型、创新封闭式、普通开放式股票型、被动指数型。

Figure 6 2010 年上半年各类型基金的平均收益水平



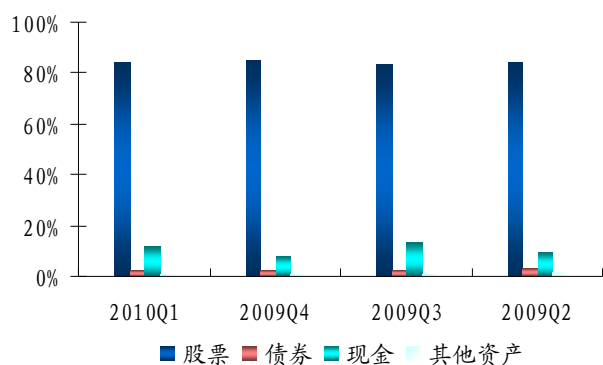
资料来源：WIND、世纪证券研究所

在股市整体走低的格局下，1 季报显示全体基金净资产总值约 2.45 万亿，全体非货币市场型基金净资产总值约 2.32 万亿，持有股票总资产约 1.8 万亿元，平均持股仓位约 77.61%，较去年 4 季度末下降 0.88%，持股总市值下跌 6.74%。

资金阶段避险需求上升，1 季度末债券市场较去年末有所回升，全体基金持债市值与去年末持平，持债仓位由 10.87% 上升至 12.14%，整体上基金加大了对债券等非权益类资产配置，全体非货币市场型基金现金比重较去年末上升 2.47%。

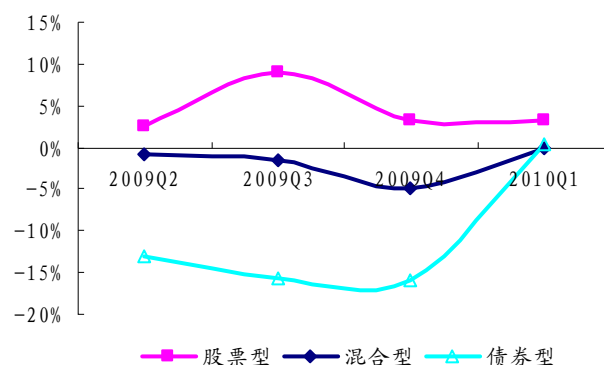
去年 3 季度以来 A 股市场持续下挫使得季度股票基金净申购环比增速回落。对开放式基金（非货币型）的份额变动环比统计显示，股票基金份额环比增长 3.29%。债基连续 4 个季度净赎回后转为净申购，份额较去年 4 季度末稍增 0.49%，主要由避险资金需求推动；混合型基金份额环比下降 0.09%。

Figure 7 主动股票型基金大类资产平均持仓



资料来源：WIND、世纪证券研究所

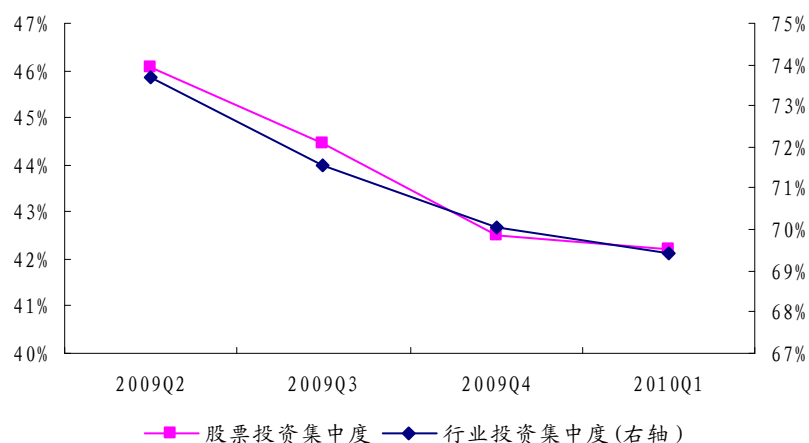
Figure 8 开放式基金份额环比变动



资料来源：WIND、世纪证券研究所

由于宏观经济结构调整，系统性风险剧增。去年 3 季度以来，主动股票型基金股票集中度和行业集中度不断降低。这表明基金力图通过分散化尽量降低组合的非系统风险，以追求整体风险适中。基金持股集中度明显下降，从去年 2 季度末 46.05% 下降至今年 1 季末 42.21%。

Figure 13 基金持股集中度（前十）和行业集中度（前五）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

根据二季度股市和债市的表现，我们预计 7 月推出的基金半年报数据仍然能维持一季度的趋势，即基金持股仓位继续下跌，偏股型开放式基金份额环比继续下跌，而债券型基金份额环比将上升；基金持股和行业集中度仍将维持较低水平。

A 股估值中枢继续下移 基金市场或有交易型机会

我们的年度宏观 A 股下半年策略认为，旧模式主导的高增长的时代

已基本结束，过去高速增长所依赖的条件都已经开始丧失。经过 2 个季度的调整，房地产调控会初见成效，4 季度政策有可能回归正常化；短期人民币升值空间有限，外部流动性将减缓；信贷短期难以出现明显改善，全年新增信贷有低于预期的可能。我们判断，3 季度 M2 增速会回落后企稳，4 季度 M1 增速会企稳；总需求收缩和流动性趋紧使得 A 股的盈利增长的预期在 3 季度有下调的压力，市场将承受压力，而高估值的缺乏业绩支撑的中小盘股票将承受更多压力；4 季度若出现政策的放松，加上流动性的改善，我们判断 A 股市场会出现较大的阶段性行情，但由于政策空间有限，市场仍然是反弹行情。

对于债券市场，我们认为 GDP 同比增速可能出现前高后低走势，全年 CPI 走势可能控制在 3% 左右。受信贷规模收缩影响，M2 同比增速可能持续回落。年内加息可能性不大，央行数量紧缩政策难以持续；人民币实际有效汇率仍会保持相对稳定，有望对美元小幅升值。利率产品和信用产品供给可能会略有差异，前者高于上半年而后者低于下半年。回购利率有望触底回升，同时 3 季度新债供给加大，但整体收益率水平仍难大幅上行。若 4 季度 CPI 见顶，宏观经济增速可能放缓，收益率仍可能再度回落。

根据上述对股市和债市的研判，我们认为 3 季度基金市场整体表现将在股市筑底过程中企稳，而 4 季度有望出现阶段性回升机会。总体来看，规避风险将成为下半年大类基金资产配置的主要考量因素，债券型和货币市场型等低风险基金有望受市场追捧。下半年 3 季度偏股类基金表现可能持续低迷，4 季度有望转暖而出现交易型机会。而债券或保本型基金发行数量和规模有望持续上升。

下半年关注大类基金配置 择时选股能力很关键

2010 下半年的基金投资策略仍然是基于上述我们对股市和债市预期基础上的投资策略，主要体现在大类基金的配置策略层面。

根据对上述 A 股和债市的预判，我们认为下半年基金投资的思路是 3 季度仍以防御为主，主要配置偏债类或货币市场型基金；4 季度可考虑偏股类基金的超跌反弹机会。

主动开放式偏股基金：行业配置是关键 关注选时选股能力

主动型偏股基金与被动指数型基金的差别在于基金经理的主动管理，其收益主要来源于基金经理或其研究团队对未来行业景气度预测或公司价值估测基础上的股票投资收益。

由于未来行业增长水平存较大不确定性，因此暂不考虑基金对行业景气变化的把握程度。那么按照我们一贯的简易量化选择标准，即根据收益能力、波动指标和选时选股能力按一定权重量化后综合比较，得出我们优先关注的基金。其中，收益指标 35% 权重（净值收益率、Alpha、Sharpe、Treynor、Jensen 占收益指标各 20%），波动指标 30% 权重（其中收益标准差、BETA 值各占波动指标 50% 权重），选时选股能力指标 35% 权重（其中选时、选股能力各占本指标 50% 权重）。我们仅将成立满半年的偏股型基金共 301 只作为考察对象，以今年前 6 个月的历史数据计算

得出综合表现前 10 名的基金。

Figure 10 上半年整体综合表现前 10 名的基金

证券简称	投资类型	净值增长率	收益标准差	Beta	选时能力	选股能力	Alpha	Sharpe	Treynor	Jensen
东吴价值成长	普通股股票型	-2.68%	0.0121	0.532	1.8196	0.0008	0.0011	-0.0178	-0.0004	0.0011
大摩资源优选混合	偏股混合型	-4.78%	0.0119	0.6349	1.3025	0.0009	0.0012	-0.0339	-0.0006	0.0012
泰达宏利效率优选	偏股混合型	-5.09%	0.0126	0.5567	1.8373	0.0006	0.001	-0.0336	-0.0008	0.0009
嘉实主题精选	偏股混合型	6.88%	0.0112	0.4469	0.1546	0.0016	0.0017	0.0508	0.0013	0.0017
东吴进取策略	偏股混合型	-5.54%	0.0129	0.6122	1.3465	0.0008	0.0011	-0.0356	-0.0007	0.001
大成景阳领先	普通股股票型	-7.35%	0.0126	0.749	1.4158	0.001	0.0012	-0.0495	-0.0008	0.0012
诺安灵活配置	偏股混合型	-6.02%	0.0111	0.6457	0.3526	0.001	0.0011	-0.0471	-0.0008	0.0011
大摩领先优势	普通股股票型	-3.59%	0.012	0.6024	0.3333	0.0011	0.0012	-0.0248	-0.0005	0.0012
嘉实增长	偏股混合型	-2.80%	0.0116	0.6718	0.2511	0.0014	0.0014	-0.0199	-0.0003	0.0014
东吴新经济	普通股股票型	-10.20%	0.0124	0.6001	1.3345	0.0009	0.0006	-0.0722	-0.0015	0.0006

资料来源：WIND、世纪证券研究所

前10名基金混合型基金偏多，这一定程度是由于混合型基金在股票仓位配置上的灵活性，在收益和风险方面能够保持相对均衡，在宽幅震荡的市场具备优势。其中前三名分别是东吴价值成长、大摩资源优选和泰达宏利效率，半年来仅微跌，远强于同期上证指数表现，同时波动指标显示其远低于平均水平，最近半年具有较高的稳定性。其中东吴基金旗下三只基金均位于前十名，这与该公司一向谨慎的策略有较大关系。东吴基金发布的一季报中表达了对后市不甚乐观的态度，认为流动性趋紧是影响市场偏弱的主要因素，重点配置了新兴产业和非周期型行业中业绩超预期的行业和个股，相对弱化周期型行业，也兼顾基本面变好带来阶段性投资机会，从其2季度旗下基金整体表现来看，该公司较好地执行了基金既定的投资策略，相对于同类基金取得了较为优异的投资业绩。

上述基金是我们根据近半年弱市下的历史表现做出的量化选择；然而决定基金真实收益的仍然取决于基金对未来市场的看法以及对行业趋势的研判，其作出的行业配置决策和个股选择将决定基金净值收益的差异。因此对于未来两个季度主动型开放式偏股基金的选择，我们更依赖于基金未来季度披露的实际资产和行业配置状况分析，寻找基金对各行各业和个股投资的脉络，从而把握基金收益的差异特征。

我们的宏观策略认为股市会在3季度筑底，4季度有望出现结构性的反弹机会。在调经济结构的大形势下，中长期看好消费行业和新兴产业以及传统产业升级带来的投资机会，如商业、食品、医药、旅游、信息服务等。以及4季度政策和流动性可能转好，市场有望出现阶段性的反弹机会，届时低估值的周期性行业如保险、银行、煤炭、家电等会出现阶段性的交易性机会。根据该研判，我们建议选择可灵活调整股票仓位的混合型基金，并且根据未来季报所披露的行业持仓，阶段性地选择倾向于较高比例配置上述相关行业的基金。

指数型：相对低估值指数基金可持有，波段投资高波动特征基金

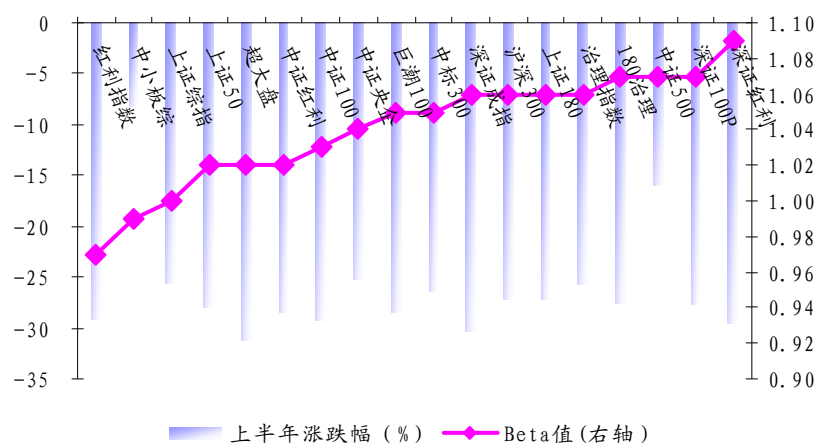
截止 6 月 29 日，上半年沪深市场各类股票指数跌幅较大，其中超大盘指数跌幅 31.34% 居首；而中小板综合指数和中证 500 指数跌幅最小，分别为 8.31% 和 15.95%。而在 09 年大盘指数涨幅最小，中小盘相关指数涨幅最大。从半年波动程度来看，红利指数和大盘指数波动程度最低，

中证 500 和深证红利指数波动程度最高。从财务估值角度来看,成分股较多的中小盘股指数市盈率较高,净资产收益率较低,而大盘或蓝筹股指数市盈率较低,而净资产收益率相对较高。

由于部分指数具有稳健收益和分红能力,我们仍建议中长线稳健投资者可关注市盈率和市销率相对较低,净资产收益率较高的指数,在 3 季度市场筑底过程中采取买入相关指数基金并持有策略,如红利指数、沪深 300、深圳成指等则仍可获得具备一定安全边际的稳健收益;根据我们的策略,在经济结构调整的大局势下,市场整体收益难有较大空间,投资者降低收益预期是有必要的。

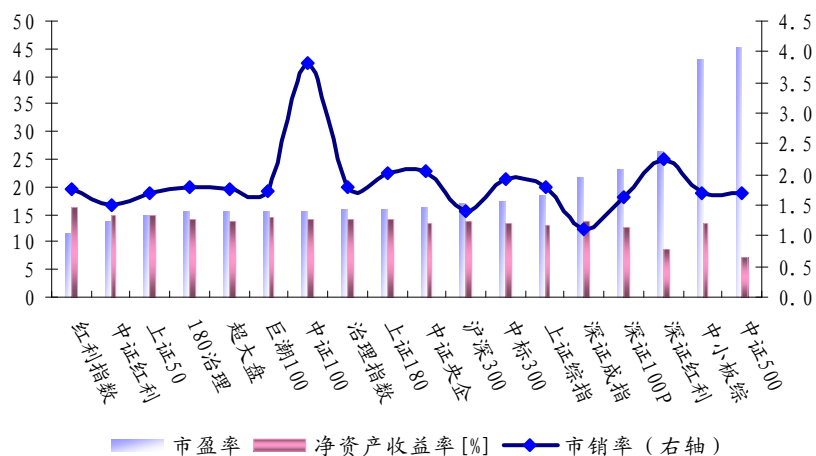
对于博取交易性机会的投资者,我们建议关注波动度较高的中证红利和深证 100 指数,对应基金是富国天鼎中证红利和易方达深证 100ETF,采取阶段性的波段投资策略,以博取超于上证指数的同期收益。

Figure 11 沪深市场主要指数的收益和波动特征



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 沪深市场主要指数财务特征



资料来源: WIND、世纪证券研究所

封闭式基金: 关注分红因素和平均折价率

1) 普通型

封闭式基金净值与价格表现差异的主要体现在折价率上,折价率来源于二级市场投资人对基金未来净值的预期表现、或是由于交投不够活

跃不能满足大份额持有者变现的流动性不足因素,或是同开放式基金相比不能及时赎回的时间选择权的丧失,或是分红预期的差异。因此我们最关注的指标仍然是导致折价率产生的相关因素,如净值增长率、价格变动、换手率,剩余存续期,分红能力等。

Figure 13 封闭式基金上半年市场表现特征

基金名称	净值收益率 (%)	价格涨幅 (%)	区间换手率 (%)	区间均折价率 (%)	最近折价率 (%)	剩余存续 (天)	分红 (亿元)	分红次数
富国天丰强化收益	9.08	11.71	80.23	2.23	2.45	479	1.26	6
基金通乾	1.84	9.10	151.94	-14.02	-15.32	2250	6.60	1
基金丰和	0.63	10.16	150.74	-19.64	-18.86	2456	0.00	0
基金兴华	-2.51	5.18	97.46	-5.65	-3.77	1032	10.62	1
基金景福	-2.63	6.27	92.51	-15.85	-16.45	1643	11.40	1
基金泰和	-6.57	3.08	53.84	-14.08	-12.99	1376	0.94	1
基金金泰	-6.71	1.11	64.97	-12.74	-11.75	1000	2.20	1
基金久嘉	-7.81	-6.69	119.62	-20.59	-20.95	2561	0.00	0
基金开元	-7.95	0.48	63.83	-13.89	-12.96	1000	1.00	1
基金汉盛	-8.29	-4.61	70.35	-15.71	-15.57	1408	6.00	1
基金安信	-9.17	-1.76	43.36	-8.60	-8.99	1087	8.00	1
基金裕阳	-9.57	-5.58	96.20	-8.73	-10.71	1120	13.40	1
大成优选	-9.63	2.65	58.96	-12.97	-8.40	761	0.00	0
基金安顺	-9.80	-6.77	61.30	-7.61	-9.71	1444	18.00	1
基金普惠	-9.83	-3.70	62.24	-15.40	-16.56	1285	2.00	1
基金汉兴	-9.90	-3.26	67.17	-18.18	-16.97	1643	9.09	1
基金科瑞	-10.22	-6.80	79.88	-16.00	-19.17	2446	10.80	1
基金兴和	-10.55	-4.54	60.09	-17.33	-16.69	1473	5.40	1
基金景宏	-10.97	-7.22	82.97	-15.71	-18.05	1404	6.20	1
基金同盛	-11.64	-7.41	102.89	-19.50	-19.99	1588	0.00	0
基金裕隆	-11.71	-5.44	67.76	-16.39	-17.71	1444	8.10	1
基金金鑫	-11.88	-8.39	95.86	-18.97	-19.65	1572	0.75	1
建信优势动力	-12.00	-4.03	22.49	-14.01	-9.99	991	0.00	0
基金鸿阳	-12.46	-7.63	175.00	-21.15	-20.75	2353	0.00	0
基金银丰	-12.80	-7.83	76.53	-18.39	-18.63	2601	1.80	1
基金裕泽	-12.82	-11.84	101.39	-6.04	-7.53	334	0.41	1
基金天元	-13.10	-8.45	58.80	-16.30	-16.19	1516	9.15	1
基金普丰	-13.78	-8.99	79.95	-18.84	-19.30	1474	0.90	1
基金同益	-14.03	-11.55	87.87	-15.59	-17.01	1377	6.00	1

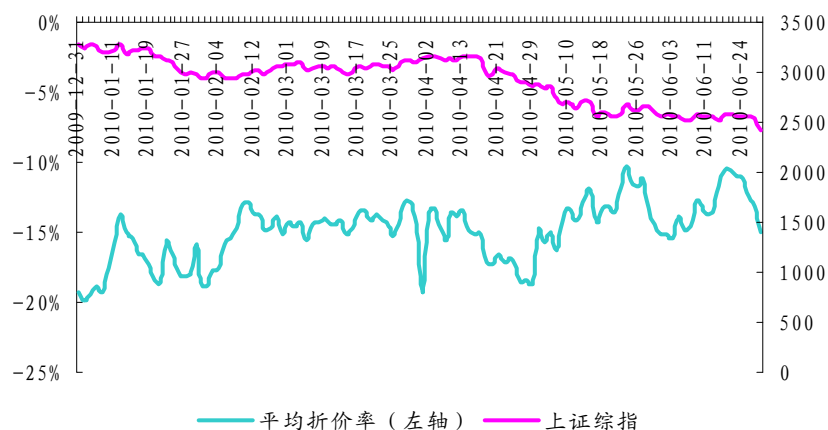
资料来源: WIND、世纪证券研究所

截止 6 月 29 日,上半年债券型封基富国天丰强化收益,净值增长和价格涨幅位列全部普通封闭式基金第 1。净值表现前 3 名的普通股票型封基为:基金通乾、基金丰和、基金兴华;价格涨幅前 3 位的普通股票封基是基金丰和、基金通乾、基金景福。二级市场交投最活跃即换手率最高的前 3 位分别是:基金鸿阳、基金通乾和基金丰和。除基金裕浙剩余存续期约 334 天,折价率明显低于其他基金,目前剩余存续期接近或超过 1000 天的封基,折价率没有表现明显差异,表明存续期当前对折价率影响不大,但随着时间的推移,大成优选折价率或将收窄;从分红预期来看,绝大多数基金进行了 2010 年度的分红,其中基金安顺、基金裕阳、基金景福分红额最高,2010 年度累计分红在 10 亿元以上。普票封基普遍已分红一次,而封闭式债基富国天丰强化收益因上半年良好的净值表现,已累计分红 6 次,总分红额为 1.26 亿元。

2010 年净值收益率整体表现较好且尚未分红的基金二级市场可能受到追捧,如当前基金丰和半年收益为正,二级市场价格半年累计上涨 10.16%,已有所反应;净值表现相对不错,且折价幅度较高的基金有望

在下半年收窄，如基金景福。因此，在下半年我们持续看好封闭式债基富国天丰收益的表现；市场 3 季度企稳后，近半年综合表现相对较好的基金丰和，基金景福，基金通乾有望出现不错的回升机会。

Figure 14 普通封闭式基金平均折价率走势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

剔除三只创新封闭式股票基金和一只封闭式债基，普通封闭式基金日平均折价率显示走势较为平稳，和市场中期走势的联动性已不如过去紧密，大致处于-10%到-20%之间波动。

然而，在短期市场向好的局面下折价幅度呈平稳或缩小态势，而市场调整的过程中，折价率迅速增大。二级市场的投资人对封基净值在不同的市场环境下的预期体现在价格上，而价格的反应弹性强于净值是造成折价率大小随市场短期正向波动的主要原因。考虑到下半年市场宽幅波动仍为常态，根据近半年平均折价率波动区间，我们建议当封基整体折价率整体较大幅扩大至 20% 附近时买入，而当整体折价水平接近 10% 时卖出，以获取波段投资机会。对于行业配置符合我们宏观策略预期的封基，我们看好其净值回升带来的价格反弹机会，这依赖于对其未来季报所披露具体持仓情况的判断。

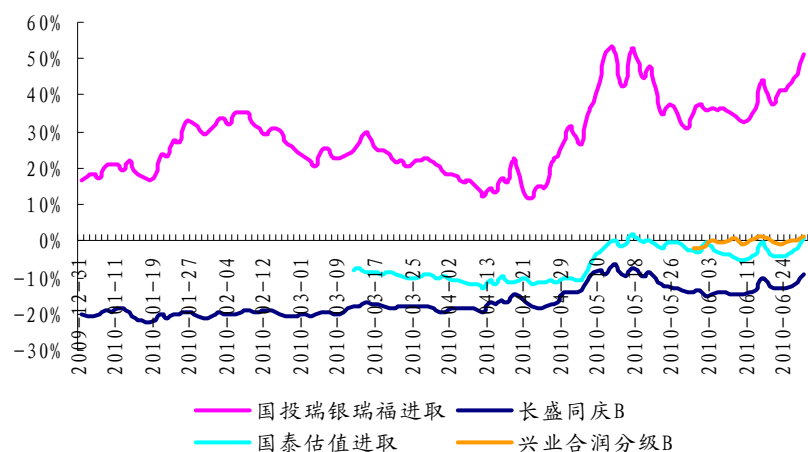
2) 创新型

目前市场上的创新封闭式基金主要是杠杆式分级股票基金，分别是瑞福进取、长盛同庆 B、国泰估值进取和兴业合润 B；指数分级基金包括瑞和分级产生的瑞和远见以及瑞和小康，银华深证 100 分级产生的银华稳健和银华进取，国联安双禧中证 100 分级产生的双禧 A 和双禧 B。

同庆 B、瑞福进取、国泰估值进取、兴业合润各自的母基金是性质类似的主动型股票基金。母基金的投资收益在特别安排的收益分配机制下分为两个上市品种，其中之一是带具有较强固定收益特征，另一个则是高风险高收益的杠杆性品种，具体分配规则参见各自的招募说明书。运作时间稍长的是瑞福分级和长盛同庆，目前瑞福进取溢价呈上升趋势，而同庆 B 自上市以来长期折价，但幅度有所收窄。上市不久的估值取和合润分级当前处于微弱折价状态，主要原因是前期为建仓期间，仓位水平控制较低，净值未受市场大跌过多影响，这是与长盛同庆当初上市区别较大之处。由于市场近两个月已经大幅度下挫，风险较二季度初

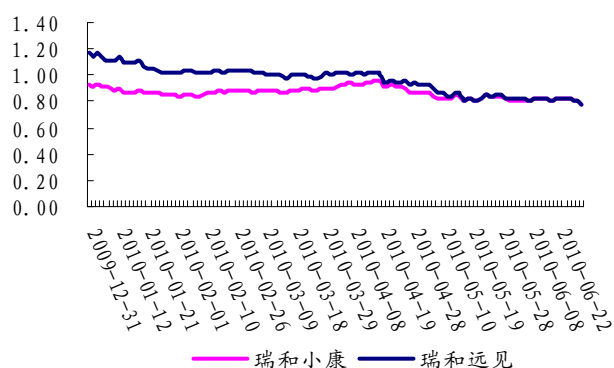
已经大为减弱，我们预计在 3 季度企稳后，上述品种有较好的交易型反弹机会，而才上市不久的合润分级净值若随市场反弹上升，合润 B 有望由折价转为溢价。

Figure15 上半年非指数型杠杆式封基折（溢）价率走势



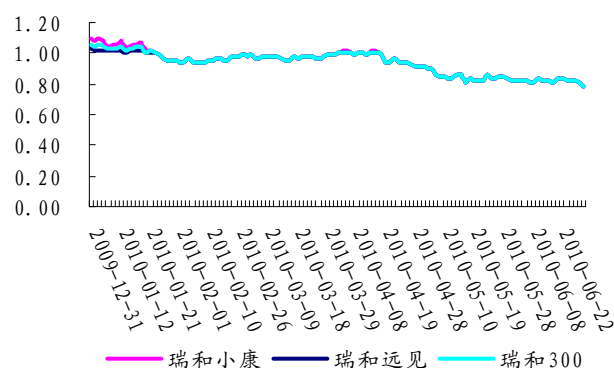
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 16 瑞和小康、远见上半年价格走势



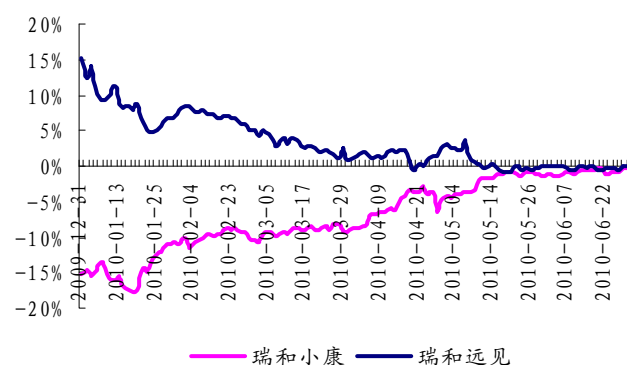
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 17 瑞和小康、远见及瑞和 300 上半年净值走势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 18 瑞和小康与远见折/溢价情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

瑞和分级、银华深证 100 分级以及双禧中证 100 分级也是按照特殊的收益分配机制安排分拆上市的基金，构成母基金和子基金配对转换机制，不同于前面普通杠杆品种之处在于这三个分级产品本身为指数基

金。由于性质类似，且考虑到上市时间的长短对产品的市场表现有较大影响。因此我们仅分析瑞和分级的情况。小康、远见自 2009 年 11 月 19 日上市以后，瑞和 300 净值波动区间为 0.993-1.086 之间波动，而其超过 1 的这个区间为小康接近 1.6 倍的高杠杆区间。若本年度中某时刻预计瑞和 300 涨幅无法超越阈值，假设这种预期在周年结束时被证明是正确的，则持有瑞和小康的投资人获得 80% 的瑞和 300 指数投资收益，在预期兑现前于二级市场获得了溢价；反之若某时刻预测瑞和 300 能够在周年内超过阈值，如果这个预期是正确的，则瑞和远见将获得更多超额收益，二级市场也提前实现高溢价。目前截止运作一周年时间已不多，然而当前其价格走势极为疲弱，瑞和 300 净值已经多次跌破 1 元，在到期时很可能不存在利润分配的情形。净值低于 1 的时候两个上市品种和母基金净值相同，目前净值约 0.778 元。由于利润分配预期可能落空，在净值归 1 前两者的折溢价逐渐回归于 0。

总而言之，对于目前上市的创新式封闭式基金，其本质是在不同的预期下决定是否获取固定收益而选择优先品种，或是博取高收益而买入杠杆品种，也可能是在不同的预期下使用对应品种的杠杆。这依赖于对市场整体趋势以及产品收益分配的预期判断，以及投资者自身的风险承受能力。

债券型与货币市场型基金：震荡调整市的避风港 下半年加大配置比重

正如我们的策略所言，债券市场下半年整体平稳且略有回升，此处不再累述。权衡风险和收益，我们认为未来两个季度债基和货币市场型基金仍是阶段性的良好避险工具，部分品种或有超预期表现。

Figure 19 上半年收益表现前 5 名的开放式债基

基金名称	基金成立日	净值增长率	投资风格
东方稳健回报	2008-12-10	8.91%	稳健增长
中欧稳健收益A	2009-04-24	6.09%	稳健增长
博时信用债券A/B	2009-06-10	5.89%	纯债型
中欧稳健收益C	2009-04-24	5.88%	稳健增长
华富收益增强A	2008-05-28	5.85%	增强型

资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 20 上半年收益表现前 5 名的货币市场型基金

证券简称	基金成立日	区间7日年化收益率均值
万家货币	2006-05-24	2.24%
天治天得利货币	2006-07-05	2.22%
银华货币B	2005-01-31	2.09%
华富货币	2006-06-21	2.02%
长城货币	2005-05-30	1.97%

资料来源：WIND、世纪证券研究所

上述偏债基金能参与少量股票投资或新股申购等，能够在弱市中债券基金整体收益。对债基的选择仍要依赖于对季报披露的所持券种的品种，期限的研判。根据先前的债市策略，持有高信用评级、有担保的企业债和持债组合久期较短的债基，具备较好的防御作用。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.