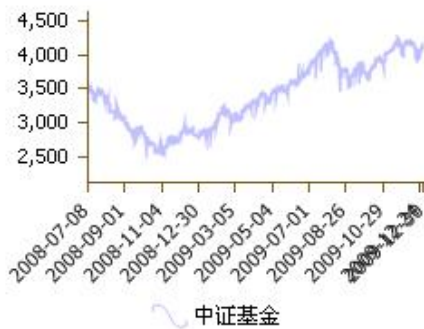


预期 A 股结构化震荡 推荐配置平衡型基金

—2010 年下半年基金投资策略报告

最近一年基金走势图



李艳
执业证书编号: S0870209120162
王乐乐
执业证书编号: S0870110060013
021-53519888-1970
wanglele@sigchina.com

日期: 2010 年 07 月 13 日

报告编号:

相关报告:

主要观点:

今年上半年 A 股弱势震荡, 基金总份额较去年年底减小 1.54%, 若剔除新基金发行的影响, 基金份额减小的幅度为 5.64%。尽管今年基金发行的速度较去年有所加快, 但是受 A 股市场弱势震荡的影响, 今年新基金平均发行的份额为 16.77 亿份, 仅为去年同期的 65.86%。

对下半年的预期, 从定性分析来看, 欧洲债务危机的不利影响将会持续相当长一段时间, 而美国经济复苏的历程又充满波折和不确定性, 国内货币政策逐渐回归正常化、房地产调控等宏观手段的作用下, 预期下半年 A 股将呈现结构化震荡格局;

从定量分析来看, 根据上海证券资产配置模型, 预期沪深下半年 300 上涨的概率 51.31%, 上涨和下跌的概率基本保持一致, 因而预期下半年 A 股市场将呈现结构化震荡格局。定性分析和定量分析结果相一致。

投资建议:

基于未来三个月 A 股市场将呈现结构化震荡格局, 我们推荐:

偏股型基金: 建议重点关注资产配置均衡, 仓位适中, 且灵活变动的混合型基金。建议风险偏好较高的投资者配置南方优选价值(202011)、嘉实主题精选(070010)等偏股型基金。

指数型基金: 对于风险偏好较高的投资者建议进行波段操作。

封闭式基金: 对于风险承受能力适中的投资者建议偏离历史折价率适中, 且目前折价率产生偏差较大的封闭式基金, 比如: 基金通乾等。

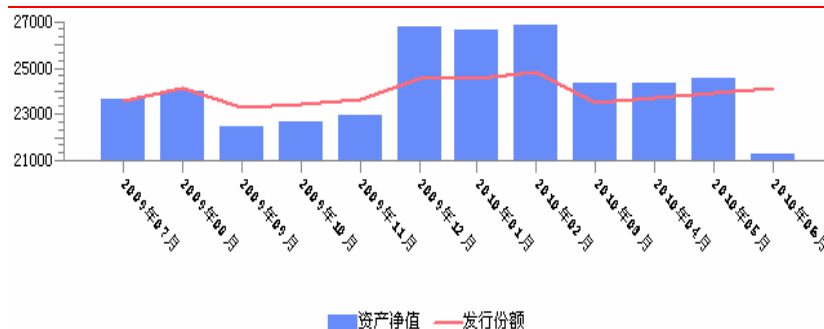
债券型基金: 国债债券收益率已经很低, 向下的空间不大, 建议选择配置较高金融债和企业债的基金, 比如: 中欧稳健收益 A, C 等。

一、2010 年上半年基金市场概况

1. 资产规模及份额变化

截止 2010 年 6 月 30 日，60 家基金公司旗下 618 只基金，总份额为 24158.74 亿份，较 2009 年 12 月 31 日小幅减少，减少的幅度为 1.54%。尽管老基金的份额部分被赎回，但是新基金的密集发行增加了基金市场的份额，使得基金份额小幅减小，若剔除新成立基金产生的影响，基金的份额减少了 5.64%。截止 6 月 30 日基金资产净值为 21273.38 亿，较 2009 年 12 月 31 日资产净值缩水 20.51%，而同期沪深 300 则下跌了 27.98%。

图 1 基金资产净值和发行份额

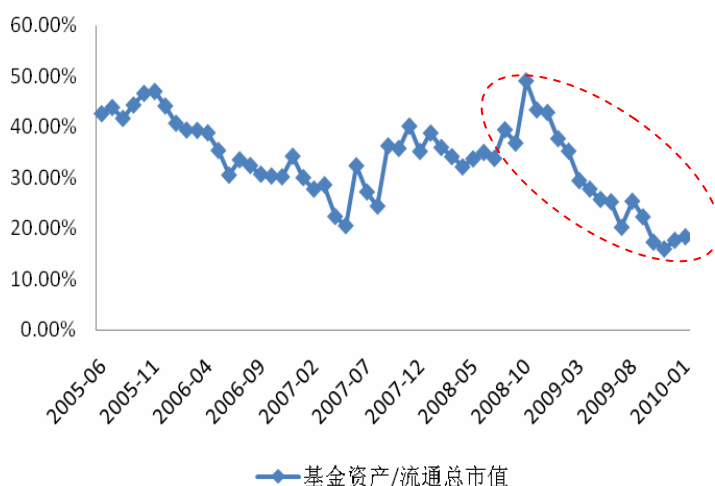


数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

2. 基金资产对于市场的影响度

尽管今年新基金的发行速度有所加快，然而 A 股市场限售股的解禁却高于新基金发行所募集的基金。从 2008 年 10 月基金资产占 A 股流通市值达到高点 (49.09%) 之后，基金资产占 A 股流通市值比例就在持续下降，截止 2010 年 5 月 30 日，该比例只有 18.01%。考虑基金只有部分资产投资在 A 股市场，因而实际的入市资金比例将会更低，因而可以看出基金投资在 A 股市场的影响度正在逐渐降低。

图 2 基金资产占 A 股流通市值的比例



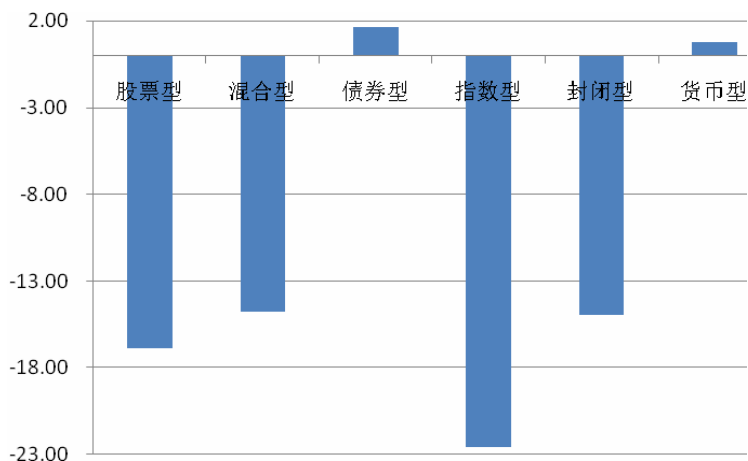
数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

3. 基金的净值表现

今年以来，随着 A 股市场的震荡下跌，偏股型基金由于具有较

高的股票仓位，其净值出现了一定程度的亏损。截止 2010 年 6 月 30 日，股票型基金全线下跌，其净值平均亏损 16.66%，最高亏损的是宝盈增长，亏损高达 31.24%；混合型基金净值平均亏损 14.80%，最高亏损的是招商核心，亏损达 25.05%，然而仓位控制较为灵活的混合型基金嘉实主题今年以来获得了 6.34%的收益，大幅跑赢业绩基准；指数型基金由于自身高仓位的要求，其净值全线下跌，平均亏损 22.58%。

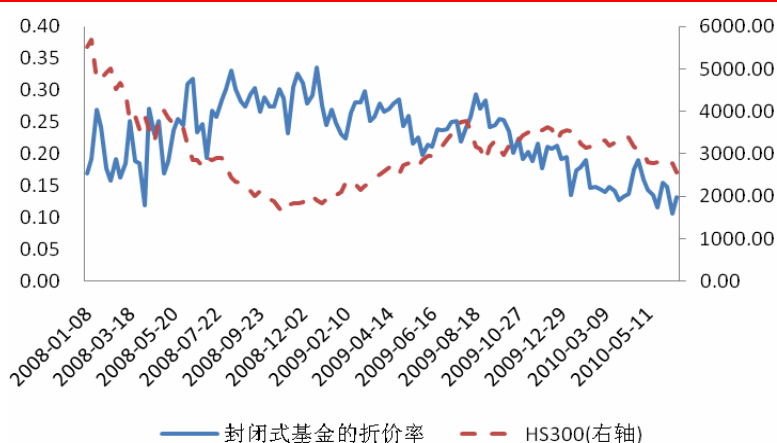
图 3 各类基金的平均收益(截止 2010 年 6 月 30 日)



数据来源：上海证券基金评价研究中心

封闭式基金式基金净值亏损 14.99%，其中亏损最大的是基金同益，净值亏损达 20.06%，净值亏损最小的是基金通乾，净值亏损只有 0.95%。从 2008 年以来封闭基金折价率来看，目前封闭式基金的折价率已经处于相对低位，最低折价率的封闭式基金是基金兴华，折价率只有 3.77%。虽然股指期货的推出会继续减小封闭式基金的折价率，这也使得折价率较高的封闭式基金具有一定安全边际。

图 4 封闭式基金的折价率的历史走势(截止日期 2010 年 6 月 30 日)



数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

尽管 A 股市场上半年处于震荡下跌，致使偏股型基金大幅度下跌，然而债券型基金净值平均上涨 1.64%，再次展现股票债券之间的跷跷板效应。究其原因其原因：一方面是股市的震荡下行导致机构资

金从股市撤离，部分资金流入债券市场；另一方面加息预期的减弱。债券型基金中净值收益率表现最好的是东方稳健(400009)，收益率达到 8.48%，其次是中欧稳 A(166003)、中欧稳 C(166004)等。

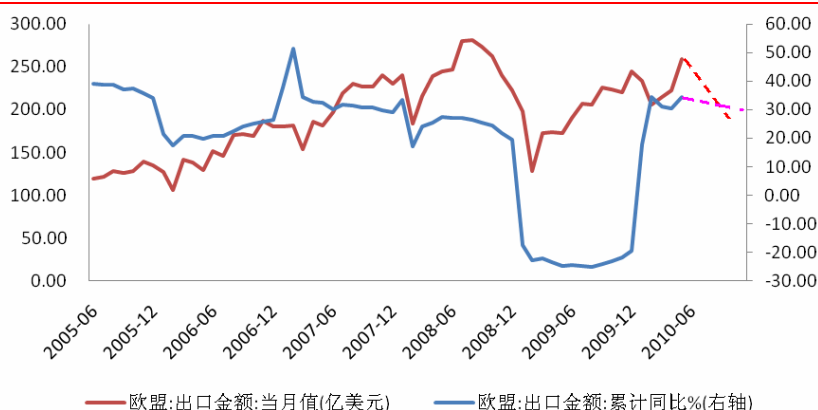
二、宏观分析及大类资产配置

定性分析：(1)外围市场：

欧洲债务危机会否在欧洲愈演愈烈，大幅度拖累欧洲经济走势，仍是一个未知量。尽管法德两国的经济状况相对较好，欧洲五国与英国经济复苏乏力。为了缓解严峻的财政赤字，欧洲各国都积极采取削减公共开支等政策：德国政府 2010 年 7 月 7 日批准了财政部长提交的 2011 年预算草案，及截止 2014 年的财政计划，决定大幅削减财政开支，并在未来几年明显减少新增债务；英国联合政府（保守党和民主党）预计将在所有政府部门削减 25% 的支出，这意味着英国公共部门今后 5 年内将裁减 60 万个工作岗位，而留任的公务员则面临着养老金、薪金和福利的缩水。尽管我们认为欧洲的紧缩政策不大可能会造成欧洲经济的二次探底，但是欧洲债务危机对于欧洲经济的负面影响还是比较明显的，而且这种不利影响将会持续相当长的一段时间。

从出口来说，尽管欧洲五国（希腊、爱尔兰、意大利、西班牙、葡萄牙）作为一个整体，2009 年只占中国出口的 2.5%（最近的 2010 年 3 月份，其比重已经下降到 1.8%），然而欧洲是中国的第一大出口市场，欧洲债务危机对于欧洲经济的不利影响，使得欧洲各国未来不得不采取谨慎的财政紧缩政策，这不但减缓外围市场消费能力，进一步影响着中国的出口，虽然从目前的出口量和同比来看并没有下滑，但预计未来中国的出口将回落，而且谨慎的财政紧缩政策也影响欧洲各国的复苏过程。

图 5 中国对欧洲市场的出口额和累积同比

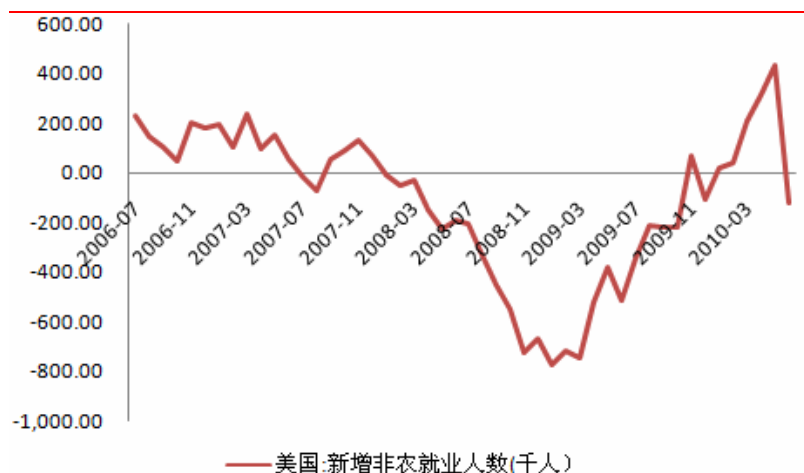


数据来源：wind 上海证券基金评价研究中心

中国的第二大出口市场美国复苏过程也充满波折。尽管今年 5 月份美国非农就业增加了 43.1 万人，呈持续复苏态势，但市场反应整体悲观，原因在于非农就业大幅增长主要源于人口普查带来的 41.1 万人的临时就业，而 6 月份大幅减少 12.5 万的就业。传统行业就业人数依然呈现下滑趋势，预计未来一段时间失业率将维持在一个较高

的水平，就业不足、经济复苏缺乏动力是美国下一阶段面临的主要问题。而且考虑到政府刺激政策在 2010 年下半年将逐渐退出，在一定程度上也会抑制需求的增长。整体而言，美国复苏势头并未牢固，若未来欧洲主权债务危机进一步深化，美国经济也将受拖累，不排除美国经济下半年再度出现下滑的可能性。

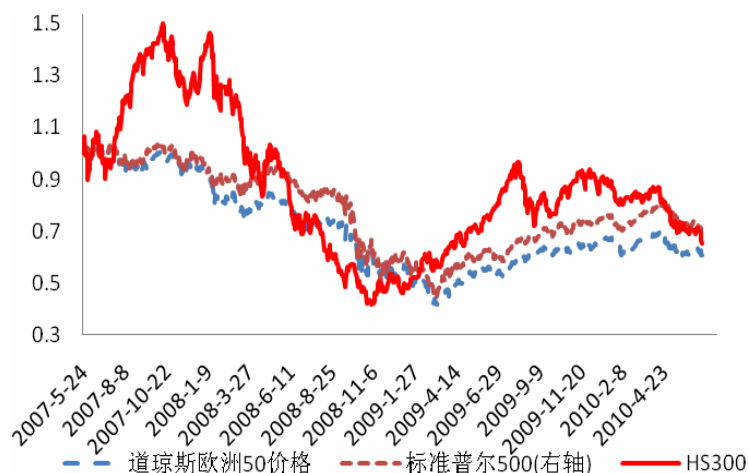
图 6 美国新增非农就业人数



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

美国股市受到失业率高企、经济复苏不牢靠、欧洲债务危机等多重因素的影响，4 月份以来标准普尔持续震荡下跌，截止 6 月 30 日，上半年标准普尔下跌 8.67%，而道琼斯欧洲 50 价格指数也下跌 10.02%，而且这种下跌趋势并没有明显发生反转。

图 7 标准普尔 500 指数表现(截止 2010 年 6 月 30 日)



数据来源: 数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

从沪深 300 指数和标准普尔 500 指数月收益率序列之间的相关可以看出，尽管沪深 300 和标准普尔 500 指数收益率的相关性有所降低，但是从 2009 年至今仍然维持在 0.5 左右，相关性较强。根据美国标普 500 指数最近的表现，预计沪深 300 大幅反转的概率并不大。图 8 标准普尔 500 指数和沪深 300 收益率的相关性(截止 2010 年 6 月 30 日)

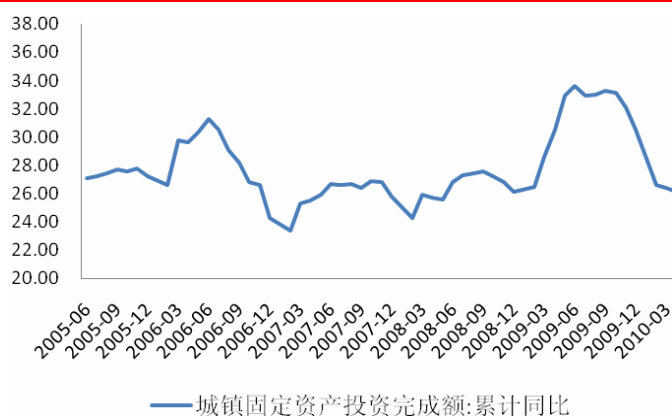


数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

(2) 国内市场:

投资、消费、出口三个因素在较大的程度上决定了中国经济的发展。从投资角度看,今年1-5月城镇固定资产投资总额的名义增速为25.9%,增速同比回落了7个百分点。城镇固定资产投资继续延续去年10月以来的回落趋势,如果剔除价格因素,城镇固定资产投资总额的实际增速的回落更为迅速。

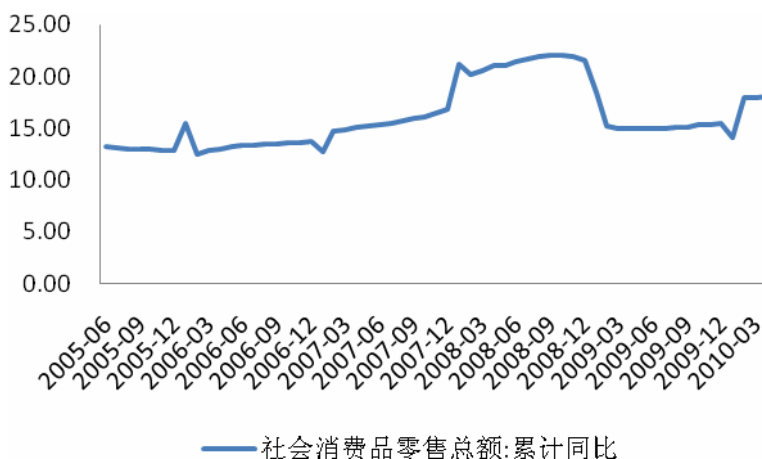
图9 城镇固定资产投资完成额累计同比(截止2010年5月)



数据来源: wind 上海证券基金评级研究中心

从消费的角度来看,社会消费零售总额今年前5个月名义增速18.18%,考虑到价格上涨带来的影响,实际增速为只有15.08%,较2009年全面平均增速15.41%低33BP。但是从目前增长的态势来看,消费增速较为平稳。

图10 社会消费品零售总额(截止2010年5月)

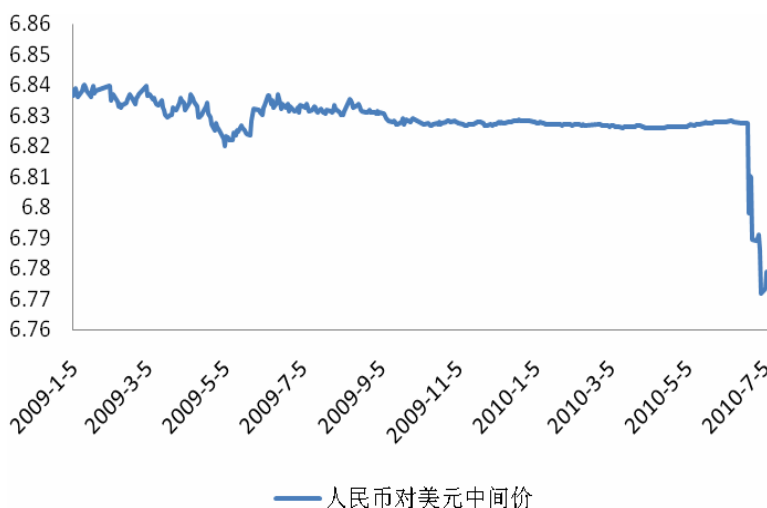


数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

从出口的角度来看,今年前5个月出口和进口增速快速回升:1-5月出口累计同比增长33.21%,而进口累计同比增长高达57.53%。尽管1月到5月贸易顺差总额为353.9亿美元,同比大幅下降了40%,但是5月的出口和贸易顺差出现大幅的上升,这主要是由于5月当月出口增速大幅上升至48.55%,而进口同比有较小幅度的回落,致使当月贸易顺差重新回到去年较高水平。

6月19日,央行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革,增强人民币汇率弹性。尽管此次汇率改革坚持以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有效管理的管理浮动汇率制度,也就是说理论上汇率的浮动是双向浮动,然而实际上从汇率改革之后,人民币对美元汇率中间报价就持续走高,人民币对美元7月2日中间报价为6.7720,创新汇改以来的新高。而持续走高的人民币,进一步对中国的出口产生不利影响。

图11 人民币对美元中间价



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

虽然目前投资回落较快,消费和出口仍在上升,然而考虑外围市场和国内的经济状况,预期消费累计同比将会企稳,出口将会有一定

的回落,但是回落的幅度要看欧洲债务危机的影响程度和美国经济的复苏程度。虽然汇改使加息预期减弱,国内宏观政策并未明确转向,但是实际调整政策已经趋紧张。2009 年全年共发行新增贷款 95769 亿,同比增长率达到 95.30%,2010 年巨额的新增贷款在一定程度上刺激了中国经济的发展,成功实现保八的目标,然而巨额的新增贷款在很大程度上造成了流动性的过剩。今年以来 CPI 持续走高,截止 5 月份公布的 CPI 同比达到 3.10%,已经突破政府定的 3% 的目标,通胀预期明显。在通胀预期明显的情况下,我们预计下半年新增贷款有所放缓,在 2009 年巨额新增贷款的基数作用下,预期下半年新增贷款的增速为负。

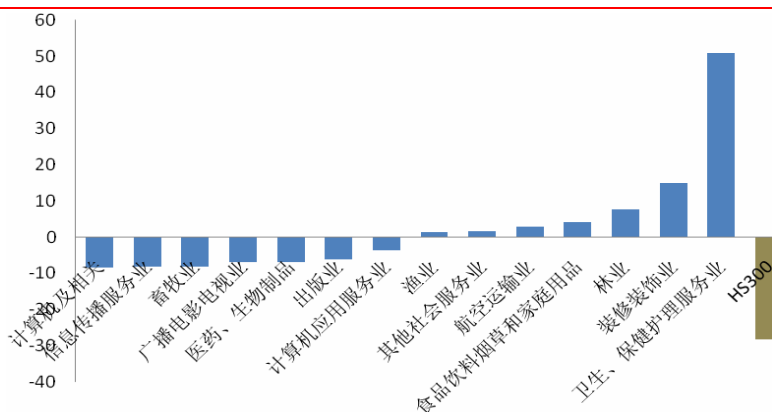
图 12 国内 CPI 走势



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

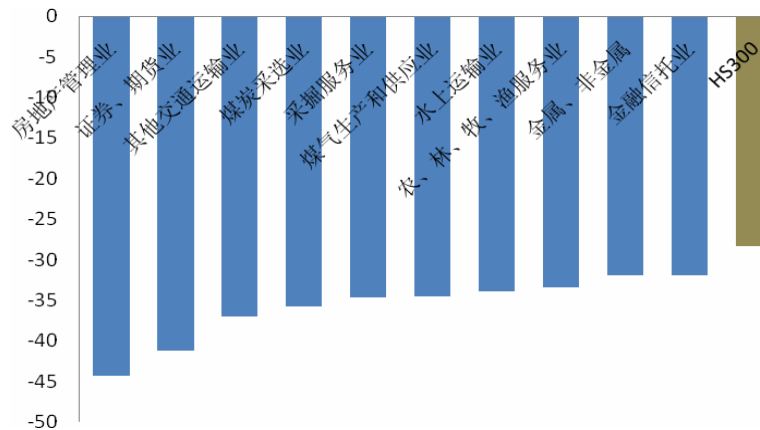
今年年初至今,随着国内经济结构的调整,国内 A 股市场呈现结构热点转换的特征,非周期性行业以及国家政策扶持的行业和公司成为了市场的热点,其收益率在 A 股市场震荡下行时仍然能够保证一定的正收益,比如食品饮料烟草和家庭用品、林业、装修装饰业、卫生保健护理服务业。而传统周期性行业受到国家经济调整的影响,整体表现较为低迷,二季度国家出台较为严厉的房地产调控政策,使得房地产相关企业以及房地产产业链的前景变得扑朔迷离,投资者观望情绪浓重。

图 13 市值加权收益率排名前 14 位的二级行业 (2010 年 6 月 30 日)



数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

图 14 市值加权收益率排名后 10 位的二级行业



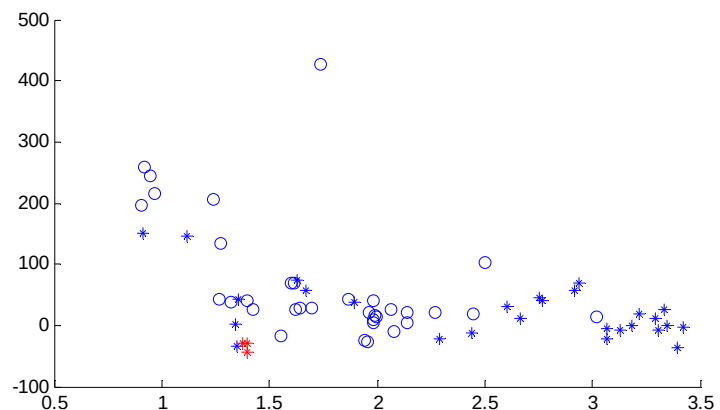
数据来源: wind 上海证券基金评价研究中心

综上所述,从定性分析来看,欧洲债务危机的不利影响将会持续相当长一段时间,而美国经济复苏的历程又充满波折和不确定性,国内货币政策逐渐回归正常化、房地产调控等宏观手段的作用下,上半年 A 股市呈现震荡下跌态势。在外围市场和国内主要因素不改变的情况下,预期下半年 A 股将呈现结构化震荡格局。

(2) 量化分析:

上海证券基金评价研究中心研究了影响沪深 300 收益率的指标,根据先行指标的特征构建量化的资产配置模型。

图 15 沪深 300 收益率和领先指标的统计特征 (截止 6 月 30 日)

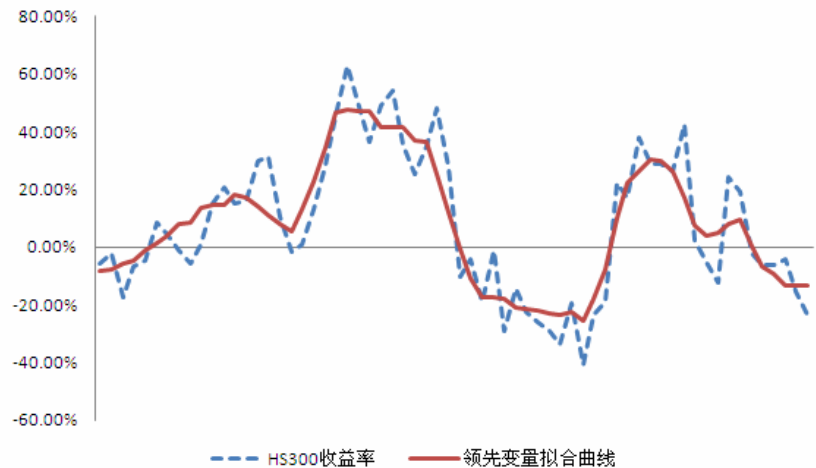


数据来源: 上海证券基金评价研究中心

注: (星号代表下跌, 圆圈代表上涨, 红色代表今年的数据)

利用领先变量和沪深 300 收益率构建预期沪深 300 收益率的拟合曲线。由于拟合曲线和沪深 300 存在一定的偏差,根据当前领先变量得到的预期沪深 300 收益率,并结合拟合偏差的幅度,我们得到下半年沪深 300 上涨的概率 51.31%, 上涨和下跌的概率基本保持一致,因而我们预期 A 股市场将呈现结构化震荡格局,而这个结果和定性分析的结果也相一致。

图 16 领先变量对沪深 300 的拟合曲线



数据来源：上海证券基金评价研究中心

综合定性分析和定量分析的结果，我们预计 A 股下半年将呈现结构化震荡格局。由于量化分析是基于历史数据，具有一定滞后性，若影响外围市场或国内市场的主要因素发生改变，我们也要相应调整 A 股市场的预期。

三、下半年投资策略

偏股型基金投资策略：

根据我们对下半年 A 股市场将呈现结构化持震荡格局的预期，那么基金仓位控制和行业配置将是决定着下半年基金业绩的主要因素。在偏股型基金中建议重点关注资产配置均衡，仓位适中且灵活变化的混合型基金。对于规模较大的基金，仓位变换的能力相对较差，我们主要选择中小规模的基金作为下半年投资的备选对象。建议风险偏好较高的投资者配置南方优选价值 (202011)、嘉实主题精选 (070010) 等偏股型基金。

表 1 推荐的股票型基金列表 (评级为空表示该基金成立尚不足 42 个月)

代码	名称	成立时间	规模 (亿份)	今年以来 的净值增 长率	基金评级
202011	南方优选价值	2008-06-18	10.03	-8.2998	
162201	泰达宏利成长	2003-04-25	14.43	-9.7484	★★★★★
233006	大摩领先优势	2009-09-22	39.55	-4.6869	
630002	华商盛世成长	2008-09-23	43.01	-1.5182	
180012	银华富裕主题	2006-11-16	85.86	-10.7817	★★★★★

数据来源：上海证券基金评价研究中心

表 2 推荐的混合型基金列表 (评级为空表示该基金成立尚不足 42 个月)

代码	名称	成立时间	规模 (亿份)	今年以来 的净值增 长率	基金评级
070010	嘉实主题精选	2006-07-21	142.31	6.3447	★★★★★
070002	嘉实增长	2003-07-09	10.26	-2.8802	★★★★★
150103	银河银泰理财分红	2004-03-30	37.00	-4.9766	★★★★★

163302	大摩资源优选混合	2005-09-27	12.97	-5.572	★★★★★
070006	嘉实服务增值行业	2004-04-01	18.14	-7.9114	★★★★★
080001	长盛成长价值	2002-09-18	11.94	-8.8945	★★★★★
100016	富国天源平衡	2002-08-16	7.05	-9.1516	★★★★★

数据来源：上海证券基金评价研究中心

指数型基金投资策略：

由于指数型基金具有非常高的被动股票仓位，在预期 A 股市场将呈现结构化震荡格局的情况下，建议风险厌恶型投资者下半年回避指数型基金的投资。对于风险偏好较高的投资者，可以利用指数型基金被动跟踪指数走势的特征，进行波段操作。

封闭式基金投资策略：

受股指期货和融资融券推出等多方面原因的影响，今年以来封闭式基金的折价率持续下降，目前平均折价率已经处于历史低点，平均折价率向下的空间已经不大，然而对于单个封闭式基金，其折价率的差异还是比较大。从单个基金折价率来看，折价率具有一定的持续特性，也就是说某些现在折价率较低的基金，其历史折价率也较低。若剔除股指期货和融资融券因素的影响，这种持续较低的折价率反映了投资者对于该基金的投资能力和择时能力的认可。因而我们推荐那些历史折价率适中，且目前折价率产生偏差较大的封闭式基金，比如：基金通乾、基金丰和等。而这类封闭式基金的投资，适合风险承受能力适中的投资者。

表 3 推荐封闭式基金列表

代码	名称	折价率	今年以来的净值增长率%
500038.SH	基金通乾	-13.33%	-0.95
184721.SZ	基金丰和	-16.96%	-5.20
500002.SH	基金泰和	-12.29%	-11.45
184688.SZ	基金开元	-9.46%	-12.99

数据来源：上海证券基金评价研究中心

债券型基金投资策略：

上半年债券型净值增长率呈现一轮小阳春，然而目前债券指数处于高位震荡，随着 CPI 的逐步上行，市场通胀预期比较明显，这对债券市场将产生负面影响。虽然汇率改革降低了加息的预期，然而国债债券收益率已经很低，向下的空间不大。债券型基金处于纠结之中，建议选择那么配置较高金融债和企业债的基金。建议配置中欧稳健收益 A、C、博时信用债券 A、B、C 等。

表 4 推荐的债券型基金列表

代码	名称	成立日期	今年以来的收益率%
166003	中欧稳健收益 A	2009-04-24	6.10
166004	中欧稳健收益 C	2009-04-24	5.88
050011	博时信用债券 A	2009-06-10	5.79
051011	博时信用债券 B	2009-06-10	5.79
050111	博时信用债券 C	2009-06-10	5.60
485107	工银瑞信信用添利 A	2008-04-14	5.03
485007	工银瑞信信用添利 B	2008-04-14	4.84

233005	大摩强收益债券	2009-12-29	3.52
--------	---------	------------	------

数据来源：上海证券基金评价研究中心

分析师承诺

分析师姓名：李艳 王乐乐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格及相当的专业能力，该报告是在独立、客观的情况下出具的，并清晰地表达了本人的观点。本人在执业过程中，遵守国家法律、法规及证券监管机构、行业自律组织的各项规章制度，恪守独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平的原则，为投资者提供专业服务。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高