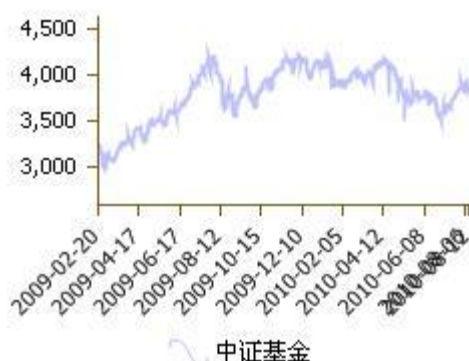


量化基金组合策略

——2010 年 11 月基金组合



最近一年基金走势图



日期：2010 年 11 月 4 日

报告编号：

相关报告：

《10 月量化基金组合策略》

《9 月量化基金组合策略》

《8 月量化基金组合策略》

■ 主要观点：

最近的观察表明，美国经济将延续缓慢的增长，欧元区经济增速放慢，中国经济保持了较快的增长速度，美国重启二次量化宽松政策，欧元区继续执行现有政策，中国货币政策或回归常态。

美国经济延续缓慢增长的态势。多项经济领先指标表明这样的缓慢增长的态势在四季度仍将延续。失业率、消费、住房市场较难从长期的低迷中走出，更多的经济领先指标反映了在制造业、出口方面继续提升的可能。通胀温和，甚至有通缩的危险。依然严峻失业情况和通货紧缩的风险令美国开启二次量化宽松刺激计划，效果有待观察。

欧洲经济在持续增长，增速可能会放缓。主要经济指标仍然表明欧洲经济仍然在增长，并没有如之前所忧虑的那样步入经济增长的迟滞状态，预计这样的增长还将延续一段时间。预期欧洲央行继续执行现有政策，而尚不准备考虑采取定量宽松等举措。

中国经济有望继续保持较快增长的速度，首度加息后通胀压力有望逐步得到缓解。消费不会迎来突然爆发式的增长，而是保持平稳增长的状态，制造业仍然保持了一定的活跃程度，未来的几个月出口并不会大幅下滑。面对流动性过多、通货膨胀、资产价格泡沫、周期性不良贷款增加等宏观风险的压力，中国已开始逐步取消刺激政策，货币政策或由宽松的状态逐步回归常态水平。

中期看资金面将趋于均衡

预期贸易顺差还会进一步收缩，加息后收缩了一定的流动性，政策或逐步回归常态，货币供应量和新增贷款可能会得到控制，资金面或逐步实现均衡，中期货币市场利率或逐步从相对低位向上爬升。

A 股估值分化依然严重，中小板与上交所上市公司的平均市盈率之比仍处历史高位

虽然大型股票的估值有所修复，但中小盘股票的估值仍然处于历史的中上位置，中小板与上证 A 股上市公司的平均市盈率之比仍处历史高位。

上期量化基金组合短期内弱于指数

在 2010 年 10 月 8 日至 10 月 29 日，大多数基金落后于指数。在前期连续几个月大幅跑赢基准的状况下，量化组合的业绩短期弱于指数也属正常。基金的投资更看重的是长期业绩的可持续性和稳定性。

四季度资产配置目标经再平衡后的配置比重

- 对于激进型投资者，配置 32% 的股票型基金，53% 的混合型基金，15% 的债券型基金；
- 对于稳健型投资者，配置 28.2% 的股票型基金，41.8% 的混合型基金，30% 的债券型基金；
- 对于保守型投资者，配置 15.6% 的股票型基金，30.8% 的混

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

合型基金，35.1%的债券型基金，18.5%的货币型基金；

投资者也可根据自己的判断，选择在其他两种情景下的基金组合。

可重点考虑的基金

参考上海证券基金评价系统的3年评级，并对基金进行历史收益与风险、资产配置等方面的深入研究后，构建本期的基金组合及权重如下：

- 股票型基金 32%（银华富裕主题）；
- 配置型基金 53 %（其中：嘉实增长 30%；中银中国精选 50%；大摩资源优选混合 30%）；
- 债券型基金 15%（大成 A/B）。

目录

一、经济前景展望	5
二、资金面展望	8
三、股票市场估值	9
四、情景评估	10
五、基金组合配置再平衡	11
六、基金选择	13
七、组合业绩跟踪	14
专题、主要经济体经济前景展望	15

图目录

图 1 美国 GDP 增长缓慢	
图 2 美国经济领先指标仍持续小幅上升	6
图 3 美国核心 CPI 表明通胀温和	
图 4 欧洲经济领先指标继续小幅上行	6
图 5 欧元区核心 CPI 稳步上扬	
图 6 中国 GDP 回落明显	7
图 7 中国工业增加值和发电量小幅回落	
图 8 中国 CPI 趋于见顶	8
图 9 外贸顺差将收窄	
图 10 M2 余额及同比增速回稳	8
图 11 M1 余额及同比增速继续将企稳	
图 12 公开市场货币投放均衡	9
图 13 中期回购利率稳定	
图 14 银行间中期拆借利率稳定	9
图 15 中小板 PE/上证 A 股 PE 仍处于相对高位	
图 16 A 股估值分化的态势不改	10
图 17 较高增长、高通胀下不同风险偏好基金组合优化配置	12
图 18 适度增长适度通胀下不同风险偏好的基金组合优化配置	13
图 19 较低增长、适度通胀下基金组合优化配置	13
图 20 美国 GDP 增长缓慢	
图 21 美国经济领先指标持续小幅上升	16
图 22 美国工业总体产出指数继续小幅上升	
图 23 美国失业率依然高企	16
图 24 美国个人收入小幅上扬	
图 25 消费者信心指数小幅下滑	16
图 26 美国 PMI 保持在景区区间	
图 27 新增订单继续小幅上升	17
图 28 平均每周制造业工作时间稳定	
图 29 建筑许可再次回落	17

图 30 当周初次申领失业救济金人数达到 7 月来的最低水平	
图 31 10 年期国债收益率持续低位运行	17
图 32 标准普尔 500 高位震荡	
图 33 M2 平稳增加	18
图 34 美国核心 CPI 保持稳定	
图 35 美国核心 PPI 小幅上扬	18
图 36 欧洲经济领先指标继续小幅上行	
图 37 欧元区 PMI 有所回升	19
图 38 经济景气指数和服务业信心指数继续上扬	
图 39 消费者信心指数继续上升	19
图 40 欧元区核心 CPI 平稳	
图 41 欧元区工业生产指数有所回升	19
图 42 中国 GDP 回落	
图 43 中国工业增加值和发电量逐步企稳	20
图 44 中国消费者预期指数	
图 45 中国投资增速趋于历史均值	21
图 46 中国消费回升	
图 47 中国进口大幅回升	21
图 48 中国 PMI 企稳	
图 49 中国房屋新开工面积高位企稳	21
图 50 中国新增人民币贷款回升	
图 51 中国 5000 户工业企业景气扩散指数回升	22
图 52 中国 CPI 趋于见顶	
图 53 中国 PPI 快速下滑	22

表格目录

表 1 四季度可能出现的三种情景	10
表 2 五星基金推荐	14

本报告所指量化基金组合,是基于 Black-Litterman 资产配置优化模型的基金投资优化配置。在考虑不同类型开放式基金风险收益历史统计数据的基础上,加入我们对未来市场的预判,通过 BL 模型的优化,得出不同风险偏好下的基金组合优化配置权重。在考察了主要经济体经济增长前景和中国市场流动性及 A 股估值后,我们预期在未来一个月中国经济最有可能发生的情景仍是较高增长、高通胀。在此情景下,对四季度资产配置目标进行适当再平衡后,我们建议的基金组合优化配置为:

- 对于激进型投资者,配置 32%的股票型基金,53%的混合型基金,15%的债券型基金;
- 对于稳健型投资者,配置 28.2%的股票型基金,41.8%的混合型基金,30%的债券型基金;
- 对于保守型投资者,配置 15.6%的股票型基金,30.8%的混合型基金,35.1%的债券型基金,18.5%的货币型基金;

投资者也可以根据自己的判断,考虑另外两种情景下的基金组合优化配置。

一、经济前景展望

最近的观察表明,美国经济维持缓慢的增长,欧元区经济并未如预期陷入迟滞、而是继续增长,中国经济保持了较高的增长速度,局部的收紧措施,不改各国政策的宽松的主基调。(详见专题)。

■ 美国经济缓慢增长的态势依然,二次量化宽松计划重启

美国经济的延续缓慢增长的态势。美国三季度 GDP 增长 2%,表明美国经济仍在缓慢的增长,失业率、住房市场的问题是需要长时间才能得到部分的缓解。多项经济领先指标表明这样的缓慢增长的态势在四季度仍将延续。悲观的方面包括,长期高企的失业率持续地打击消费信心,10 月密西根消费信心指数再次下降,消费亦不乐观;住房市场较难从长期的低迷走出,已获批准的新建私人住宅再度下降。乐观的方面包括,在短期内,当周初次申领失业金人数有所下降,反映了经济增长所能带来的水平,表现令人惊喜;同时,更多的经济领先指标反应了在制造业、出口方面继续提升的可能。其一,PMI 指标、平均每周制造业工作时间、制造业新增订单等指标都显示出了制造业一定的景气程度;其二,新出口订单继续有所上升,在奥巴马政府增加出口导向的举措下,预期出口仍会持续增加。其三,金融领域的数据也表明了对经济长期走势的看好。标普 500 指数近一个月来也继续震荡向上的形态。二次量化宽松政策维持了经济增长宽松的政策环境,10 年期国债利率仍保持低位。其四,通胀温和,甚至有通缩的危险。以上大多数经济领先指标表明美国经济延续了缓慢增长的态势。

依然严峻失业情况和通货紧缩的风险令美国开启二次量化宽松刺激计划。鉴于经济缓慢增长的态势,美联储已准备好在必要时采取进一步宽松货币政策,推动经济复苏和创造就业,使通货膨胀率回到适当水平。虽然对于伯南克推动的重启定量宽松的做法在美联储内部遭遇质疑,但正如市场所预期,美联储宣布了 6000 亿美元的定量宽

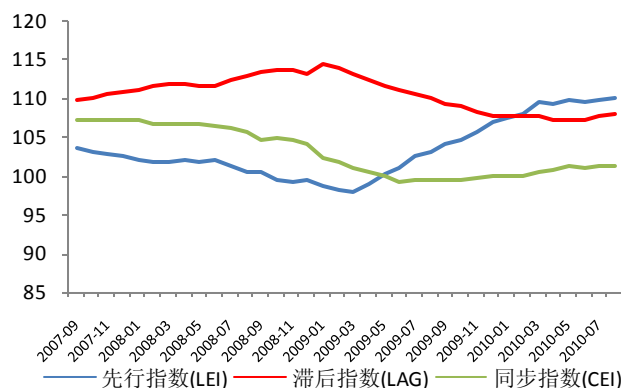
松计划，推升长期债券价格并调低长期利率，以期刺激投资和消费，拉动经济复苏。

图 1 美国 GDP 增长缓慢



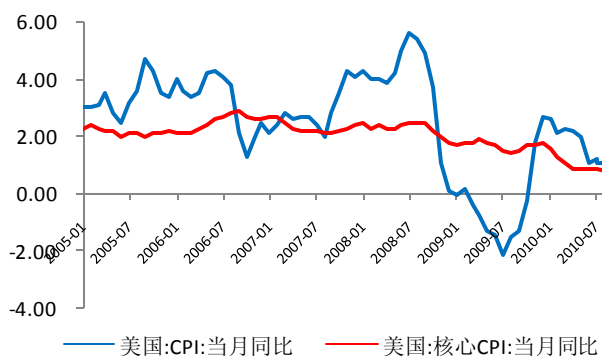
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 2 美国经济领先指标仍持续小幅上升



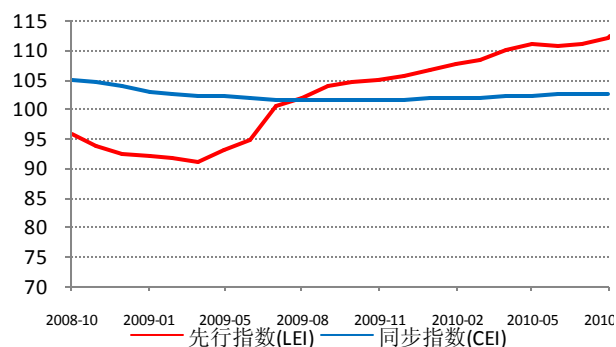
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 3 美国核心 CPI 表明通胀温和



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 4 欧洲经济领先指标继续小幅上行



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

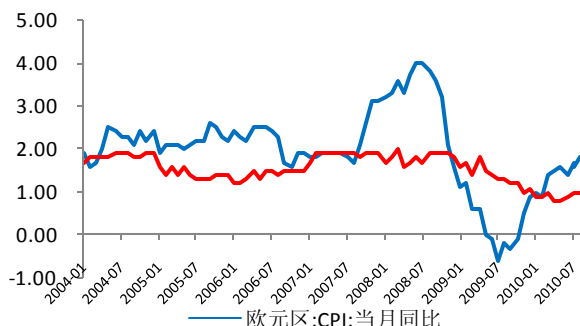
■ 欧洲经济并未步入迟滞状态，继续执行宽松的货币政策

欧洲经济在持续增长，增速可能会放缓。主要经济指标仍然表明欧洲经济仍然在增长，并没有如之前所忧虑的那样步入经济增长的迟滞状态，预计这样的增长还将延续一段时间。在消费方面，9 月份经济景气指数、服务业信心指数和消费者信心指数继续上升，政府实行的紧缩政策对消费者的影响暂不显现；在工业方面景气有所回升，欧元区 9 月采购经理人指数 (PMI)、工业生产指数、新订单指数都有所回升；通胀方面，尽管随着大宗商品价格的上涨，总体通货膨胀指标有所上升，但核心通货膨胀率依然温和。这些经济数据表明欧洲经济虽然仍然在增长，但增长的速度可能放缓。

继续执行现有政策，而尚不采取定量宽松等举措。欧洲经济并未如之前担心的那样步入迟滞状态，而是仍在持续地增长，通货膨胀预期受到良好控制。尽管欧盟经济复苏势头明显好于原先预期，但前景仍充满着不确定性。金融市场依然脆弱、私人消费反弹乏力和出口形势渐趋严峻，欧盟经济复苏主要靠出口拉动，而私人消费和投资则增长乏力甚至下降。内需不足仍经济复苏过度依赖出口给欧盟经济下

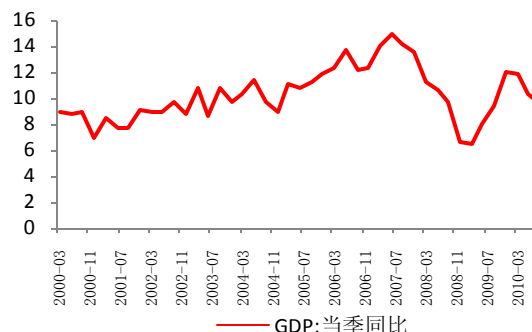
半年的增长蒙上了阴影。欧洲央行对经济的看法仍然非常谨慎，欧洲政府需要继续努力控制财政赤字，推进结构性改革。预期欧洲央行继续执行现有政策，而尚不准备考虑采取定量宽松等举措。

图5 欧元区核心CPI稳步上扬



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图6 中国GDP回落明显



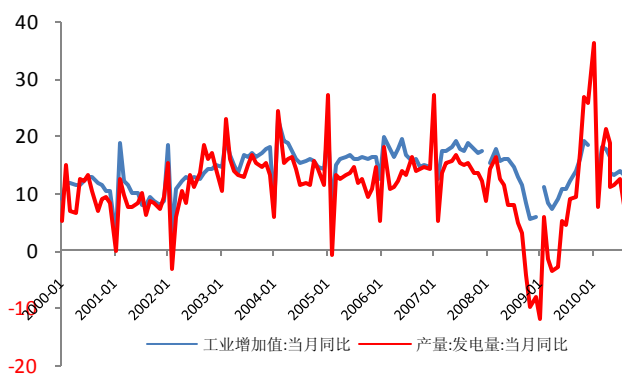
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

■ 中国经济有望保持较快的增长速度，政策或回归常态

中国经济有望继续保持较快增长的速度，首度加息后通胀压力有望逐步得到缓解。在一系列主动调控措施下，中国经济在三季度回落到 9.6%，近期的经济领先指标表明，中国经济有望保持一个较快的增长势头。消费虽然消费不会迎来突然爆发式的增长，但可以预期消费的平稳增长状态；制造业仍然保持了一定的活跃程度。9 月份 PMI 指数、5000 户工业企业景气扩散指数中的原材料供应情况有所上升、房屋新开工面积在高位企稳；在出口方面，虽然全球经济复苏基础脆弱、国际贸易保护趋势加强及人民币升值的压力增大了中国出口的压力，但 PMI 新出口订单仍然小幅上升，表明在未来的几个月出口不会大幅下滑；在金融领域，9 月份个人新增贷款、M2 增速继续保持稳定，虽然央行实施了一次加息，但经济增长的政策环境仍然宽松。沪深 300 指数的在 10 月的快速上行也预示了对经济前景的看好。通胀方面，虽然 9 月份 CPI 达到了阶段性的高点，但在加息后，食品价格快速上涨的势头有望得到抑制。

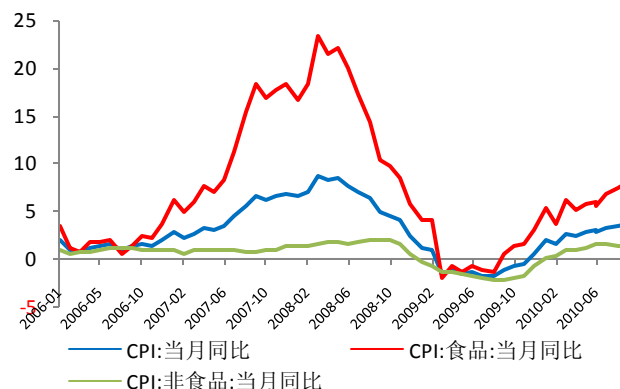
政策或回归常态。面对流动性过多、通货膨胀、资产价格泡沫、周期性不良贷款增加等宏观风险的压力，央行 10 月份推出了系列的调控措施，并开展了三年来的首度加息，这一举措超出了市场的预期。在主要经济体仍在继续坚持刺激经济的举措的背景下，中国已开始逐步取消刺激政策，货币政策或由宽松的状态逐步回归常态水平。

图7 中国工业增加值和发电量小幅回落



数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

图8 中国CPI趋于见顶



数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

二、资金面展望

虽然预期贸易顺差还会进一步收缩,加息后收缩了一定的流动性,政策或逐步回归常态,货币供应量和新增贷款可能会得到控制,资金面或逐步实现均衡,中期货币市场利率或逐步从相对低位向上爬升。

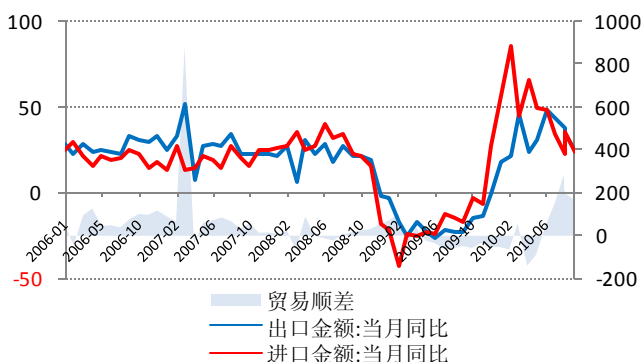
■ 货币供应量和新增贷款或会得到控制

预期货币供应量、新增贷款或会得到控制。9月末,广义货币供应量(M2)余额为69.64万亿元,同比增长18.96%,基本上保持了上月的水平,M2在回落了一段时间后开始企稳;狭义货币供应量(M1)余额为24.38万亿元,同比增长20.87%,呈现出企稳的态势。新增人民币贷款在9月份出现了增长,比8月增加了503亿元。在中国货币政策逐步回归常态的背景下,预期货币供应量和新增贷款或会得到控制。

■ 贸易顺差进一步收窄,但幅度不会太大

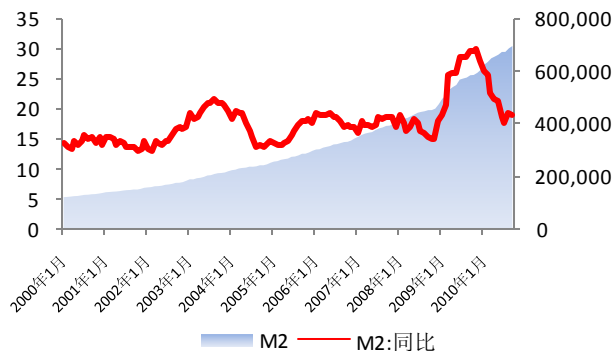
预计未来的几个月贸易顺差会进一步收窄,但幅度不会太大。虽然全球经济复苏基础脆弱,国际贸易保护趋势加强、人民币升值的压力,增大了中国出口的压力,但未来的几个月出口进一步大幅下滑的可能性不大;在进口方面也可能保持目前的水平。贸易顺差的收窄将在一定程度上减少外汇占款,一定程度上缓解流动性的泛滥。

图9 外贸顺差将收窄



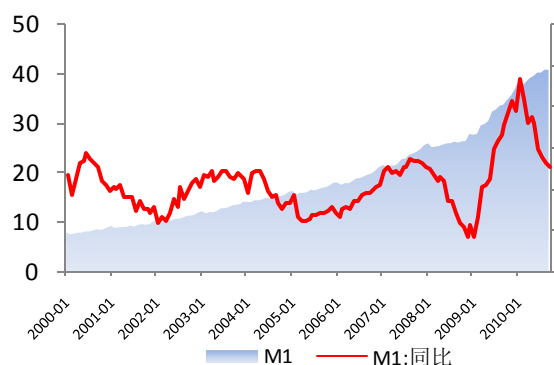
数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

图10 M2余额及同比增速回稳



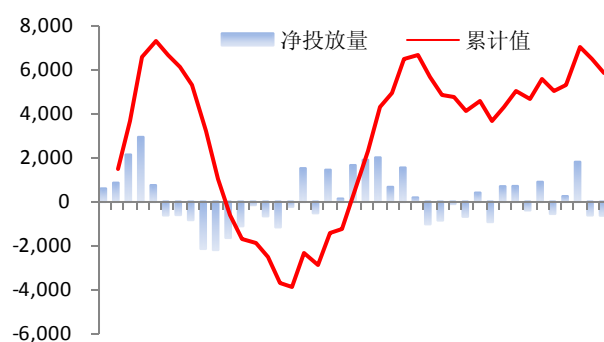
数据来源: wind, 上海证券基金评价研究中心

图 11 M1 余额及同比增速继续企稳



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 12 公开市场货币投放均衡



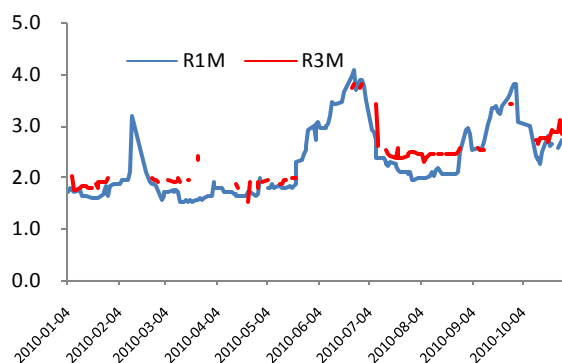
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

■ 公开市场操作及主要利率水平

公开市场上货币回笼与投放保持均衡。在 10 月份,公开市场上净投放了约 800 亿,但是在 10 月下旬保持回笼的态势,公开市场上连续几个月都保持均衡的状态,虽然政策回归常态是大的背景,但预期政策工具的应用会更加灵活,预计这种投放与回笼均衡的状态在 11 月仍会得到延续,市场上的资金会逐步得到均衡。

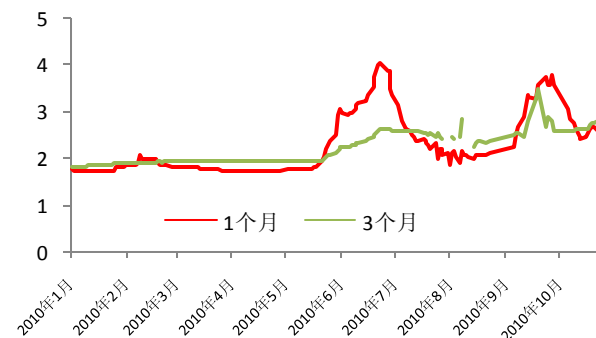
货币市场中期利率或振荡加剧。10 月 29 日,银行间质押式回购 1 月利率回落到 2.71%,3 月回购利率也保持在 2.90%;上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 1 月加权利率为 2.65%,3 月加权利率回落到 2.83%。这些数据表明,中期来看,资金仍较宽裕,但在政策回归常态的背景下,预期货币市场利率在 11 月或振荡加剧。

图 13 中期回购利率稳定



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 14 银行间中期拆借利率稳定



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

三、股票市场估值

10 月份,上证指数大幅攀升。虽然大型股票的估值有所修复,但中小盘股票的估值仍然处于历史的中上位置、中小板与上证 A 股上市公司的平均市盈率之比仍处历史高位。2010 年 10 月 29 日,上证 A 股指数收于 3120.80 点,上证 180 指数 7075.84 点,深证 A 股指数收于 1364.47 点,中小板指数收于 7363.39 点。与之相对应,上证

A 股上市公司的平均市盈率为 22.82 倍，上证 180 指数为 19.33 倍，深证 A 股为 52.44 倍，中小板为 58.09 倍。与历史数据相比较，中小板上市公司的平均市盈率处于历史中上水平，中小板与上交所上市公司的平均市盈率之比为 2.55，与上月持平，但仍处历史高位，主导市场的大盘股上证 180 指数的估值虽然有所修复，但仍处历史相对较低的水平，中小盘股与大盘股的估值水平依然分化。

图 15 中小板 PE/上证 A 股 PE 仍处于相对高位

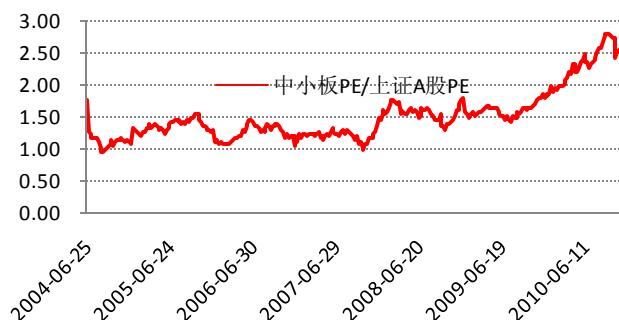
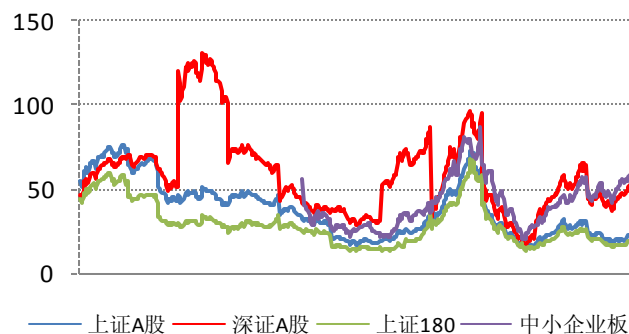


图 16 A 股估值分化的态势不改



数据来源：wind、上海证券基金评价研究中心

数据来源：wind、上海证券基金评价研究中心

四、情景评估

在评论了经济增长前景、资金面和估值后，我们认为未来一个月仍然维持对四季度三种情景发生可能的概率的预判（表 1）。

表 1 四季度可能出现的三种情景

	情景 1	情景 2	情景 3
	较高增长	适度增长	较低增长
	高通胀	适度通胀	适度通胀
GDP 增长	+9.5%	+8.5%	+7.5%
CPI(通胀)	+3.5%	+3.3%	+3.3%
股权投资收益率（三 个月）（沪深 300）	+8.0%	0.0%	-8.0%
概率	60%	30%	10%

■ 情景 1: 较高增长、高通胀

国内经济发展保持较高速增长态势已得到确认，通胀的压力成为了主要的关注对象。未来的三个月，虽然 GDP 有所回落，但是仍会保持一个较高的增长速度，很可能会继续保持在 9.5% 左右的水平。应该注意的是，通胀的压力较大，虽然达到普遍预测的 4% 的可能性不太大，但很可能会维持在一个相对高位，维持在 3.5% 左右的水平，均值为 3.5%。我们认为出现这种较高增长、高通胀的可能性为 60%。

■ 情景 2: 适度增长、适度通胀

随着美国二次量化宽松刺激政策效应的递减，海外主要经济体缓慢增长的态势会继续保持，失业率继续高企，国内经济也会受影响。我们预期这种适度增长、适度通胀情景出现的可能性为 30%。

■ 情景 3: 较低增长、适度通胀

如果全球经济再次出现意外的事件的打击,那么在目前经济增长总体缓慢的态势下,也不能排除全球经济再次下滑的风险。例如,中国货币政策回归常态的速度加快,GDP 的增幅将受较大的影响,而通胀能得到一定程度的控制。我们预期这种较低增长、适度通胀情景出现的可能性为 10%。

五、基金组合配置再平衡

在对经济发展前景、流动性及估值等因素进行展望后,本部分通过量化模型来进行基金组合优化。使用 Black-Litterman 模型作为资产配置优化模型,来对国内股票型基金、混合型基金、债券型基金、货币型基金和 QDII 五类资产进行配置。

■ Black-Litterman 模型

Black-Litterman 模型(以下简称 BL 模型)于 1990 年首次由高盛公司的 Fischer Black 和 Robert Litterman 提出,并发表在高盛的一份固定收益内刊上。BL 模型具有广泛的应用领域,既可用于大类资产配置,如股票、债券、商品、地产等,又可应用于子类资产配置,如股票行业配置,可以对具有高度相关性的资产进行优化配置。BL 模型区别于传统的资产配置模型之处在于它提供了一个将市场均衡与对投资机会的预判相联系起来的分析框架。

BL 模型的均衡资产组合收益表达式为:

$$E(R) = \Pi + \tau \Sigma P^T (\Omega + \tau P \Sigma P^T)^{-1} (Q - P \Pi)$$

经逆优化后各资产权重表达式为:

$$w^* = \frac{1}{1 + \tau} (w_{mkt} + P \times \Delta)$$

其中:

$$\Delta = \frac{\tau \Omega^{-1} Q}{\delta} - A^{-1} P \frac{\Sigma}{1 + \tau} w_{mkt} - A^{-1} P \frac{\Sigma}{1 + \tau} P^T \tau \Omega^{-1} Q / \delta$$

$$A = \frac{\Omega}{\tau} + P \frac{\Sigma}{1 + \tau} P^T$$

鉴于我公司尚未有商用的资产配置系统,我们开发了基于 Matlab 的 Black-Litterman 模型来进行基金组合优化。

■ 四季度资产配置目标

情景 1: 较高增长、高通胀

- 对于激进型投资者,配置 38.3%的股票型基金,51.7%的混合型基金,10%的债券型基金;
- 对于稳健型投资者,配置 33.5%的股票型基金,42.7%的混合型基金,23.8%的债券型基金;
- 对于保守型投资者,配置 20.6%的股票型基金,30.7%的混合型基金,38.2%的债券型基金,20.5%的货币型基金;

情景 2: 适度增长、适度通胀

- 对于激进型投资者,配置 28.2%的股票型基金,56.8%的混

合型基金，15%的債券型基金；

- 對於穩健型投資者，配置 20.5%的股票型基金，40.9%的混合型基金，38.6%的債券型基金；
- 對於保守型投資者，配置 10.4%的股票型基金，24.3%的混合型基金，40.1%的債券型基金，25.2%的貨幣型基金；

情景 3: 較低增長、適度通脹

- 對於激進型投資者，配置 15.1%的股票型基金，40.5%的混合型基金，44.3%的債券型基金；
- 對於穩健型投資者，配置 10.6%的股票型基金，30.2%的混合型基金，49.2%的債券型基金，10%的貨幣型基金；
- 對於保守型投資者，配置 25%的混合型基金，55%的債券型基金，20%的貨幣型基金；

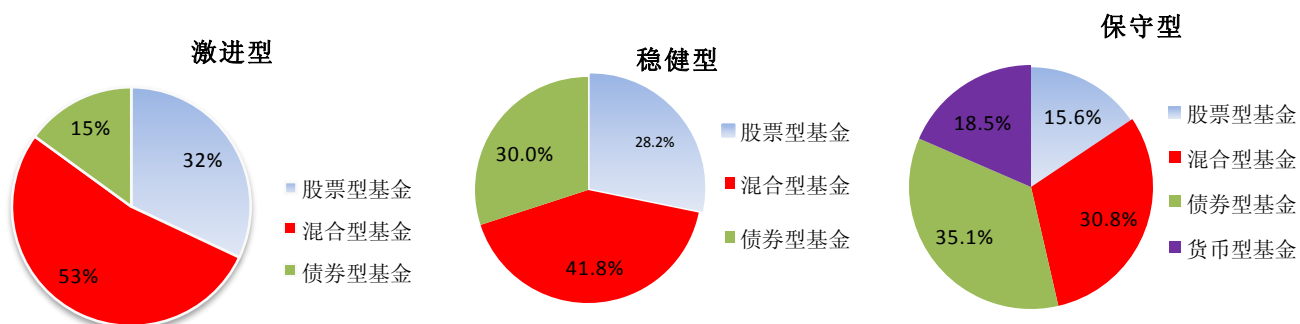
■ 基金配置再平衡

10 月份股票市場有了大幅的上漲，因此進行適當的資產的再平衡操作。經再平衡後各種情景下組合配置如下：

情景 1: 較高增長、高通脹

- 對於激進型投資者，配置 32%的股票型基金，53%的混合型基金，15%的債券型基金；
- 對於穩健型投資者，配置 28.2%的股票型基金，41.8%的混合型基金，30%的債券型基金；
- 對於保守型投資者，配置 15.6%的股票型基金，30.8%的混合型基金，35.1%的債券型基金，18.5%的貨幣型基金；

圖 17 較高增長、高通脹下不同風險偏好基金組合優化配置



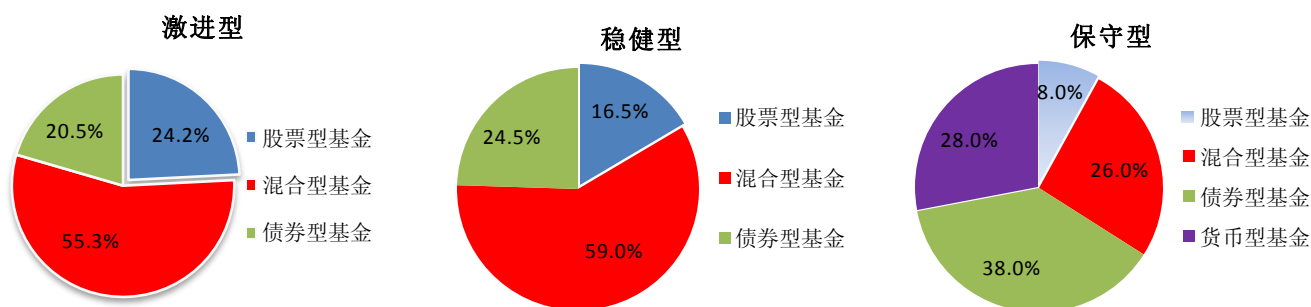
數據來源：上海證券基金評價研究中心

數據來源：上海證券基金評價研究中心

情景 2: 適度增長、適度通脹

- 對於激進型投資者，配置 24.2%的股票型基金，55.3%的混合型基金，20.5%的債券型基金；
- 對於穩健型投資者，配置 16.5%的股票型基金，59%的混合型基金，24.5%的債券型基金；
- 對於保守型投資者，配置 8%的股票型基金，26%的混合型基金，38%的債券型基金，28%的貨幣型基金；

图 18: 适度增长适度通胀下不同风险偏好的基金组合优化配置



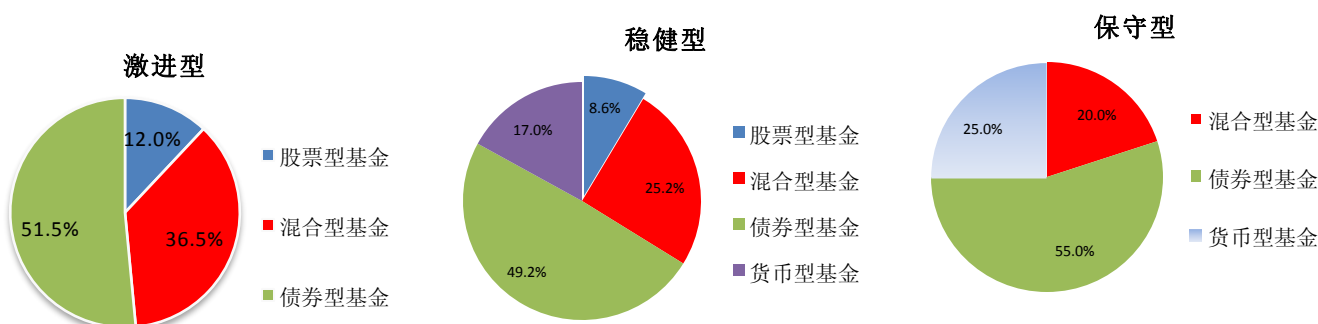
数据来源: 上海证券基金评价研究中心

数据来源: 上海证券基金评价研究中心

情景 3: 较低增长、适度通胀

- 对于激进型投资者, 配置 12%的股票型基金, 36.5%的混合型基金, 51.5%的债券型基金;
- 对于稳健型投资者, 配置 8.6%的股票型基金, 25.2%的混合型基金, 49.2%的债券型基金, 17%的货币型基金;
- 对于保守型投资者, 配置 20%的混合型基金, 55%的债券型基金, 25%的货币型基金;

图 19: 较低增长、适度通胀下基金组合优化配置



数据来源: 上海证券基金评价研究中心

数据来源: 上海证券基金评价研究中心

六、基金选择

■ 选择“上证五星”基金进行基金组合

上海证券基金评价方法着重考核基金的风险管理能力、证券选择能力和时机选择能力, 强调能力驱动的业绩, 因为只有能力驱动的业绩才是可持续的和稳定的。

我们的研究表明, 在长期内高星级(五星、四星)基金能够显著地超越低星级(三星、二星、一星)基金, 其中五星级基金表现尤为突出。因此, 我们主要选择满足三年评级条件的上证五星级基金来构建基金组合。以综合评级为主、也考虑夏普比率、择证能力和择时能力, 同时考虑基金的波动率和下行风险、投资组合等因素, 注重基金的长期的收益, 而不是短期的表现。

■ 重点考虑的基金

参考上海证券基金评价系统的 2010 年 3 季度的 3 年评级，并对基金进行历史收益与风险、资产配置等方面的深入研究后，虽然大多数的五星基金在 10 月份的市场上涨中，都没有跑赢指数，短期的业绩不理想，但从长期投资的角度，我们忽略短期的波动，继续保持上期的 5 只基金。

表 2 五星基金推荐

资产类别	类型	综合评级	夏普比率	择证能力	择时能力
银华富裕主题	股票型基金	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
大摩混合资源	激进配置型基金	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
中银中国精选	激进配置型基金	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
嘉实增长	标准混合型基金	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
大成债券 AB	债券型基金	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★

七、组合业绩跟踪

上一期的基金组合及权重配置如下：

- 股票型基金 38.3%（银华富裕主题）；
- 配置型基金 51.7%（大摩资源优选混合 20%、中银中国、嘉实增长精选各占 40%，）；
- 债券型基金基金 10%（大成 A/B）。

虽然大多数的五星基金在 10 月份的市场上涨中，都没有跑赢指数，短期的业绩不理想，但从长期投资的角度，我们忽略短期的波动。在 2010 年 10 月 8 日至 10 月 29 日，上证指数取得 12.17 % 的月收益，基金组合取得了 1.75% 的月收益，中证基金指数取得了 6.43% 的月收益。在 10 月 8 日至 10 月 29 日，上证指数取得 12.17% 月收益，组合中的大摩混合取得 7.14% 的月收益，银华富裕主题取得 2.43% 的月收益，嘉实增长取得 1.40% 的月收益，中银中国取得 -0.16% 的月收益，大成债券 A/B 基金取得 -1.78%。

在未来的三个月，我们判断情景 1（较高增长、高通胀）出现的可能性最大，在这种状况下，根据上期对四季度资产配置的优化，根据四季度资产配置目标对本期资产配置的再平衡，构建本期的基金组合及权重如下：

- 股票型基金 32%（银华富裕主题）；
- 配置型基金 53 %（其中：嘉实增长 30%；中银中国精选 50%；大摩资源优选混合 30%）；
- 债券型基金基金 15%（大成 A/B）。

专题、主要经济体经济前景展望

■ 美国经济缓慢增长的态势依然，二次量化宽松政策重启

美国经济在延续缓慢增长的态势。美国三季度 GDP 增长 2%，表明美国经济仍在缓慢的增长，失业率、住房市场的问题是需要长时间才能得到部分的缓解。多项经济领先指标表明这样的缓慢增长的态势在四季度仍将延续。悲观的方面包括，长期高企的失业率持续地打击消费信心，10 月密西根消费信心指数再次下降到了 67.9，并且有继续下降的趋势，消费或长期不乐观；住房市场很难从长期的低迷走出来，已获批准的新建私人住宅再度下降，该指标在 9 月份下降到了 539 千户（折年数）。乐观的方面包括，在短期内，当周初次申领失业金人数有所下降，至 10 月 23 日当周，该指标达到了 7 月份以来的最低值的 43.4 万人，反映了经济增长所能带来的水平，表现令人惊喜；同时，更多的经济领先指标反应了在制造业、出口方面继续提升的可能。其一，PMI 指数在 9 月份的回落后，在 10 月较大幅的回升至 56.9，平均每周制造业工作时间也继续保持在 41.20 的水准，制造业新增订单也有一定程度的上升，这些指标显示出了制造业一定的景气程度；其二，出口有望继续增加。9 月份 PMI 中新出口订单继续上升，达到了 58。在奥巴马政府增加出口导向的举措下，预期出口仍会持续增加。其三，金融领域的数据也表明了对经济长期走势的看好。标普 500 指数近一个月来也继续震荡向上的形态，预期该指标在 11 月会在目前的高位震荡，向上的力度会有所减弱。二次量化宽松政策的重启，维持了经济增长宽松的政策环境，10 年期国债利率仍保持低位。其四，通胀温和。9 月份核心 CPI 环比上升 0.1%，同比为 0.8%，核心 PPI 环比上涨 0.1%，距离美联储设定的同比 1.7%-2.0% 通胀目标的区间尚有距离。以上大多数经济领先指标表明美国经济延续了缓慢增长的态势。

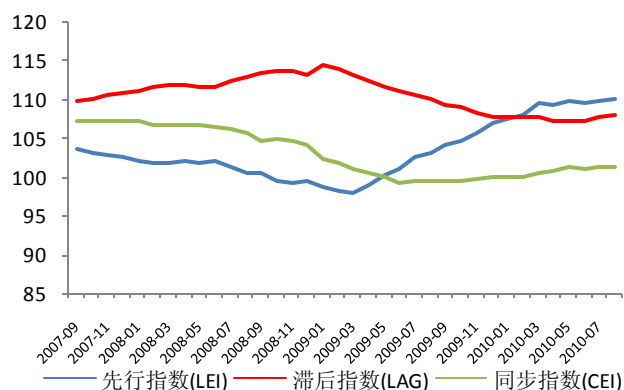
依然严峻的失业情况和通货紧缩的风险令美国开启二次量化宽松刺激计划。美国制造业继续扩张，出口提振了生产活动，但制造企业的就业形势依然低迷；消费者信心迟迟难于恢复；贷款活动依然维持在低位，住房和商业地产市场依旧不景气；失业情况依然严峻，通货紧缩的风险。虽然重启定量宽松的做法在美联储内部遭遇质疑，但正如市场所预期的，美联储宣布了购买 6000 亿国债的计划，重启定量宽松旨在推升长期债券价格并调低长期利率，以期刺激投资和消费，拉动经济复苏。美联储将继续关注经济前景和金融市场状况，并将在必要时动用其政策工具支撑经济复苏。

图表 20 美国 GDP 增长缓慢



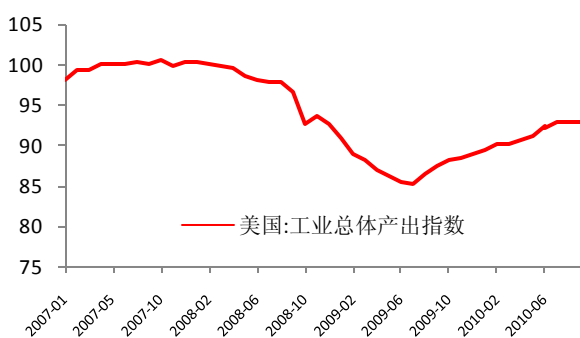
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 21 美国经济领先指标持续小幅上升



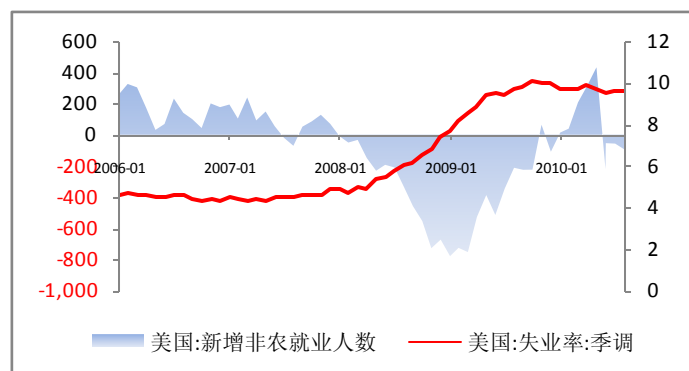
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 22 美国工业总体产出指数继续小幅上升



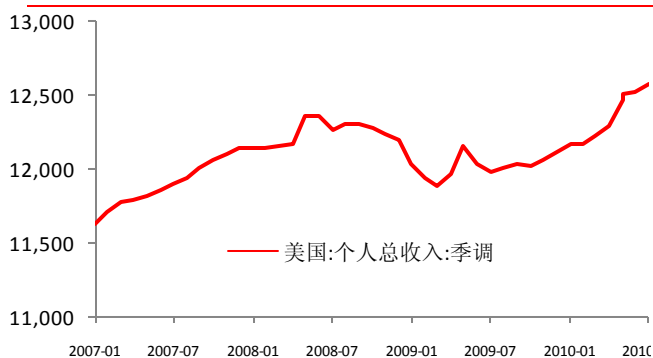
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 23 美国失业率依然高企



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 24 美国个人收入小幅上扬



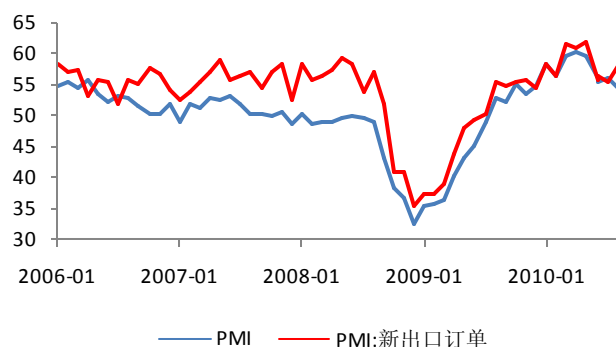
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 25 消费者信心指数小幅下滑



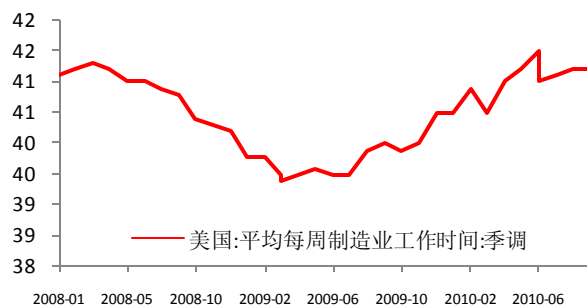
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 26 美国 PMI 保持在景区区间



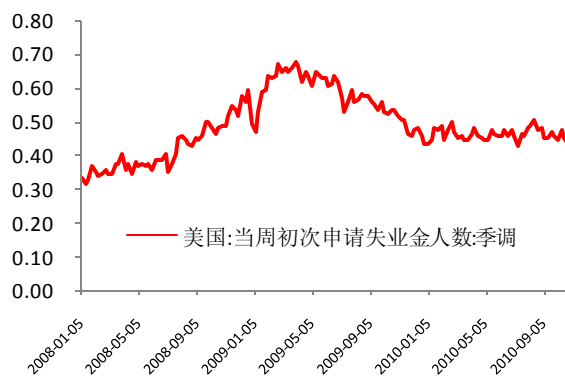
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 28 平均每周制造业工作时间稳定



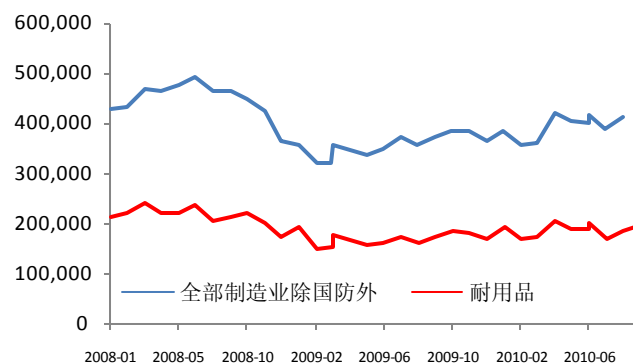
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 30 当周初次申领失业救济金人数达到 7 月来的最低水平



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 27 新增订单继续小幅上升



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 29 建筑许可再次回落



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 31 10 年期国债收益率持续低位运行

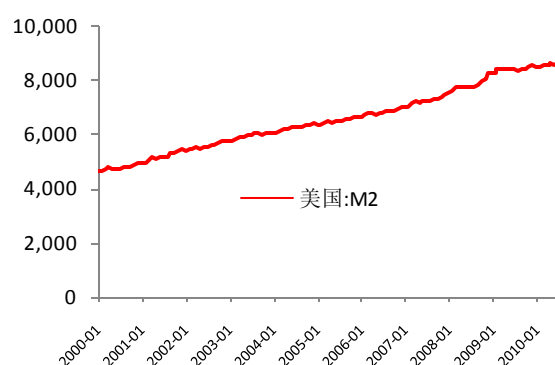


数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图表 32 标准普尔 500 高位震荡



图 33 M2 平稳增加



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 34 美国核心 CPI 保持稳定

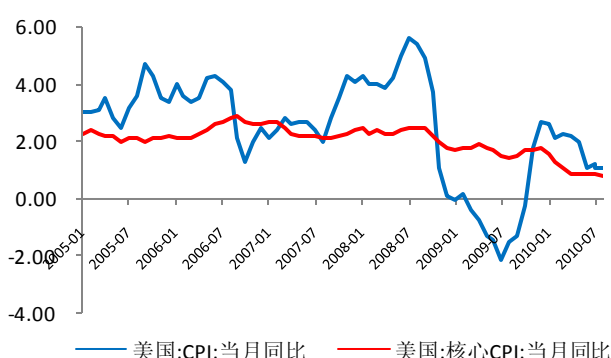
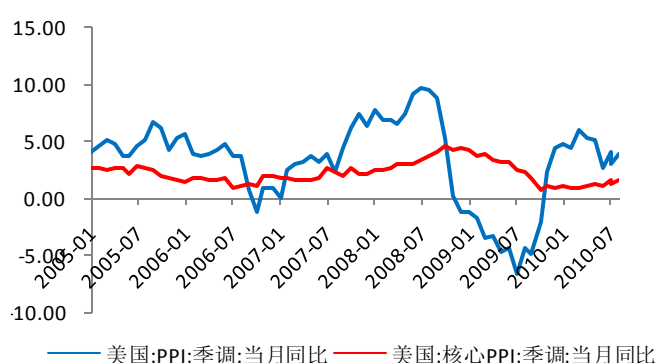


图 35 美国核心 PPI 小幅上扬



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

■ 欧洲经济并未步入迟滞状态，继续执行宽松的货币政策

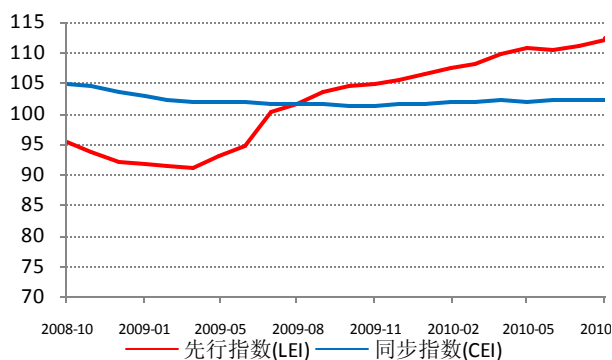
欧洲经济在持续增长，增速可能会放缓。主要经济指标仍然表明欧洲经济仍然在增长，并没有如之前所忧虑的那样步入经济增长的迟滞状态，预计这样的增长还将延续一段时间。在消费方面，9 月份经济景气指数、服务业信心指数和消费者信心指数继续上升，经济景气指数从上月的 101.80 上升到了 103.20，服务业信心指数从 7.1 上升到了 7.7，消费者信心指数从 -11.2 上升到了 -10.9，政府实行的紧缩政策对消费者的影响暂不显现；在工业方面有所回升，欧元区 9 月采购经理人指数（PMI）回升到了 54.1，工业生产指数大幅上升，新订单指数也有所回升；通胀方面，尽管随着大宗商品价格的上涨，总体通货膨胀指标有所上升，但核心通货膨胀率依然温和，欧元区核心 CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 1%。这些经济数据表明欧洲经济虽然仍然在增长，但增长的速度可能放缓。

继续执行现有政策，而尚不采取定量宽松等举措。欧洲经济并未如之前担心的那样步入迟滞状态，而是仍在持续地增长，通货膨胀预期受到良好控制。尽管欧盟经济复苏势头明显好于原先预期，但前景仍充满着不确定性。金融市场依然脆弱、私人消费反弹乏力和出口形势渐趋严峻，欧盟经济复苏主要靠出口拉动，而私人消费和投资则增长乏力甚至下降。内需不足仍经济复苏过度依赖出口给欧盟经济下

半年的增长蒙上了阴影。欧盟国家内需不足一方面是因为失业率居高不下抑制了公众消费，另一方面也跟不少成员国推行财政紧缩计划有关。

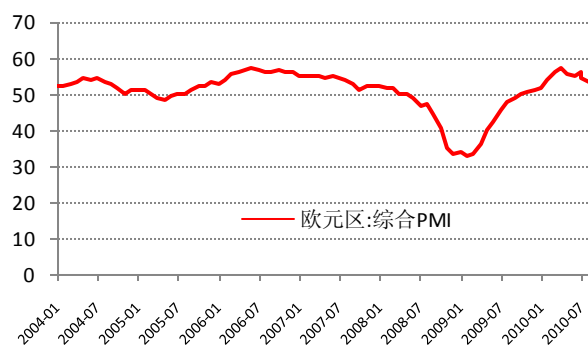
欧洲央行对经济的看法仍然非常谨慎，欧洲政府需要继续努力控制财政赤字，推进结构性改革。预期欧洲央行继续执行现有政策，而尚不准备考虑采取定量宽松等举措。

图 36 欧洲经济领先指标继续小幅上行



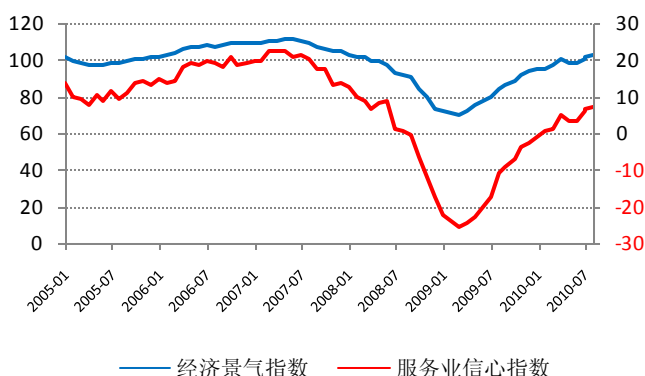
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 37 欧元区 PMI 有所回升



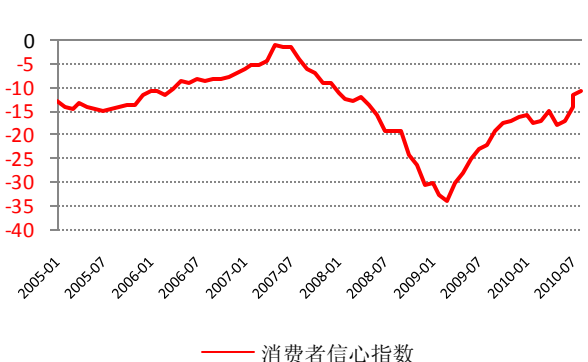
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 38 经济景气指数和服务业信心指数继续上扬



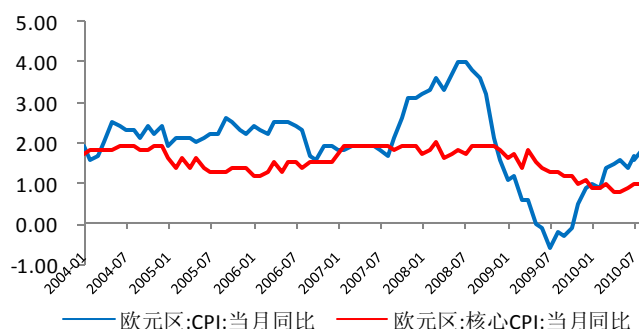
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 39 消费者信心指数继续上升



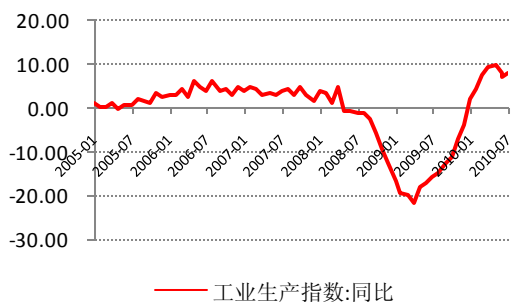
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 40 欧元区核心 CPI 平稳



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 41 欧元区工业生产指数有所回升



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

■ 中国经济有望保持较快的增长速度，政策或逐步回归常态

中国经济有望继续保持较快增长的速度，首度加息后通胀压力有望逐步得到缓解。在一系列主动调控措施下，中国经济在三季度回落到 9.6%，近期的经济领先指标表明，中国经济有望保持较快的增长势头，朝着结构优化、可持续发展的水平发展。多个经济领先指标也表明了经济趋于稳定的态势。在消费方面，消费者预期指数虽然从高位有所下滑，但保持在一个较高的水平，经济结构的转型、内需的扩大是会对消费形成持续的有力支撑，虽然消费不会迎来突然爆发式的增长，但可以预期消费的平稳增长态势；制造业仍然保持了一定的活跃程度。PMI 指数在连续 3 个月上升，回升到了 53.8，9 月份 5000 户工业企业景气扩散指数中的原材料供应情况也上升到了 64.9，在持续的房地产调控下，房屋新开工面积在高位企稳，9 月份仍保持了 63.10% 的同比增速；在出口方面，虽然全球经济复苏基础脆弱、国际贸易保护趋势加强及人民币升值的压力增大了中国出口的压力，但 PMI 新出口订单仍然小幅上升，表明在未来的几个月出口不会大幅下滑；在金融领域，9 月份个人新增贷款在上月稳定后，小幅回升至 5955 亿，M2 增速也在上个月的回稳后，继续保持稳定，达到 18.96%，虽然央行实施了一次加息，但经济增长的政策环境仍然宽松，沪深 300 指数的在 10 月的快速上行也预示了对经济前景的看好。通胀方面，在 9 月份 CPI 同比上涨 3.6%，在加息后，虽然通胀的压力依然很大，但食品价格快速上涨的势头可能得到抑制，通胀压力有望逐步得到缓解。

政策或逐步回归常态。一方面，在外围经济增速缓慢状况依然、政策环境宽松，美国二次量化政策导致了全球流动性的泛滥、大宗商品价格不断上升、资产泡沫的膨胀；另一方面，经过了上半年的一系列的主动调控措施，中国经济在回落后在三季度逐步企稳，这为进一步调控措施的实施提供了操作的空间。面对流动性过多、通货膨胀、资产价格泡沫、周期性不良贷款增加等宏观风险的压力，央行 10 月份推出了系列的调控措施，并开展了三年来的首度加息，这一举措超出了市场的预期。在主要经济体仍在继续坚持刺激经济的举措的背景下，中国政府已开始逐步取消刺激政策，货币政策或由宽松的状态逐步回归常态水平。

图 42 中国 GDP 回落

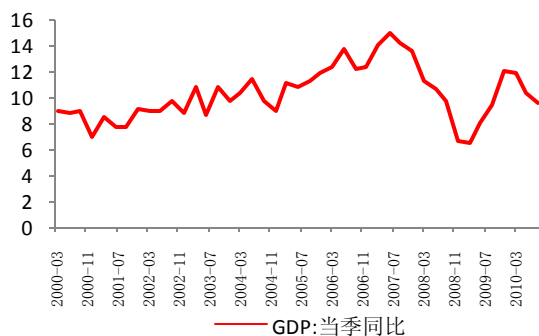
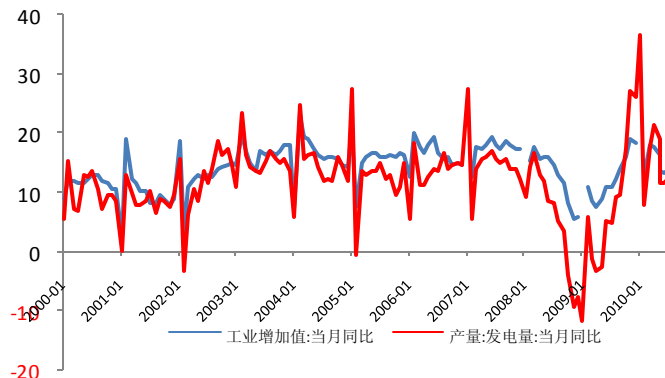
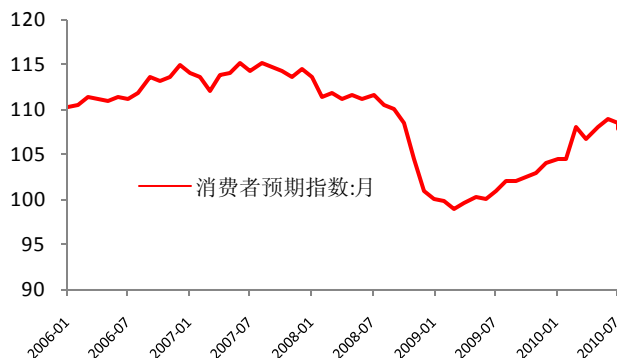


图 43 中国工业增加值和发电量逐步企稳



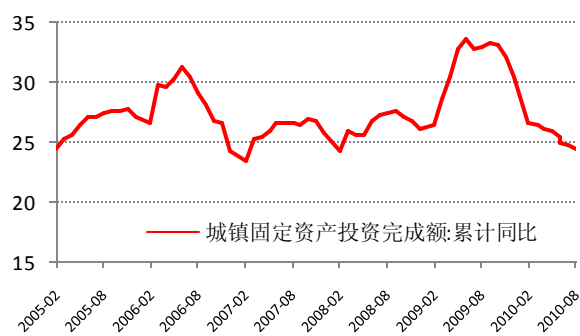
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 44 中国消费者预期指数



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 45 中国投资增速趋于历史均值



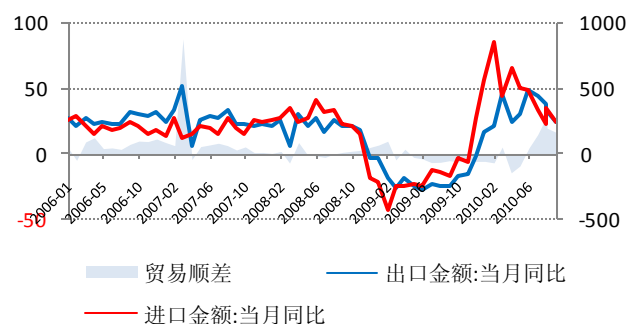
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 46 中国消费回升



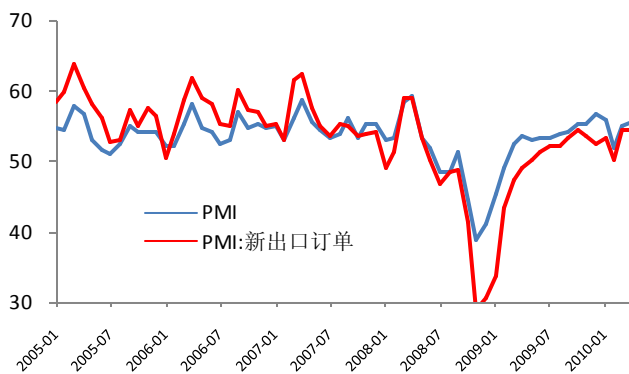
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 47 中国进口大幅回升



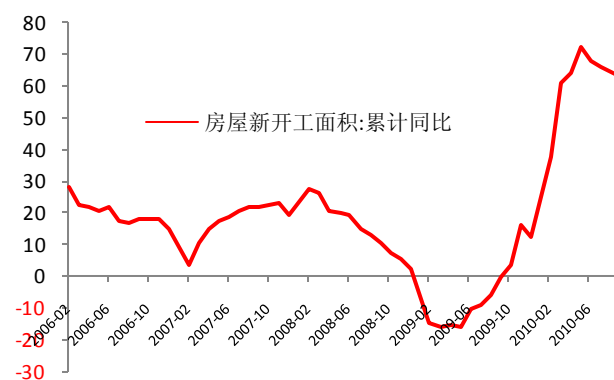
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 48 中国 PMI 企稳



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

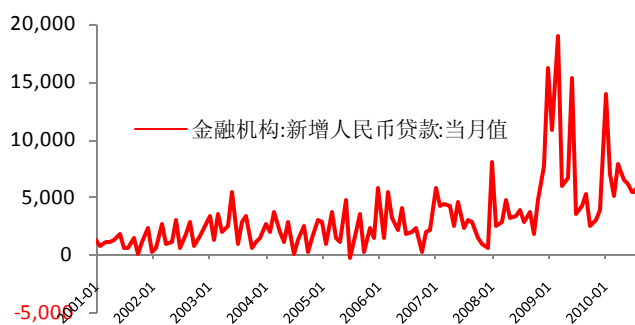
图 49 中国房屋新开工面积高位企稳



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

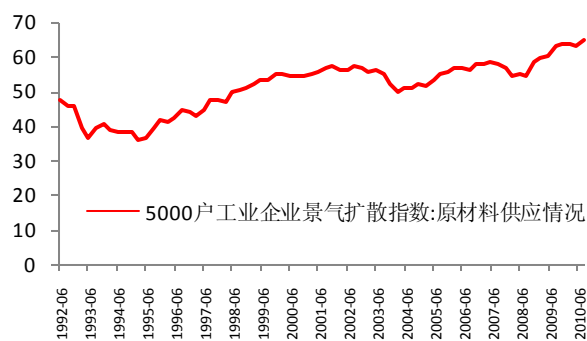
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 50 中国新增人民币贷款回升



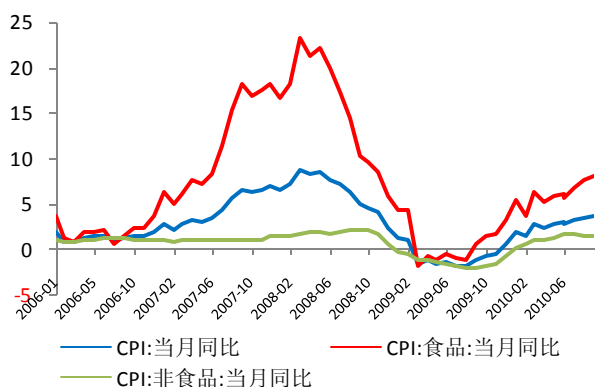
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 51 中国 5000 户工业企业景气扩散指数回升



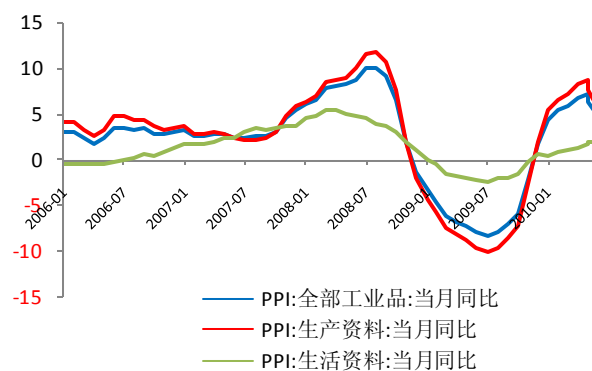
数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 52 中国 CPI 趋于见顶



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

图 53 中国 PPI 快速下滑



数据来源: wind、上海证券基金评价研究中心

分析师承诺

分析师

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

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