



2010年3月26日

基金收益平淡 震荡市需把握交易性机会

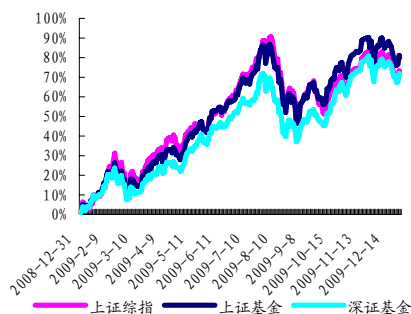
——2010年二季度基金投资策略

分类基金 一季度以来平均收益

普通股票型	-4.94%
偏股混合型	-4.12%
平衡混合型	-4.06%
偏债混合型	-2.88%
传统封闭式	-1.76%
被动指数型	-6.94%
债券型	1.45%
货币型	0.31%

三季度上证综指涨幅: -4.46%
 (截止3月23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

分析师申明

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。

- **经济仍有隐忧, 温和通胀下市场宽幅震荡。**为实现全年宏观经济增长目标, 信贷规模难以急剧收紧。在出口受阻, 内需整体水平难以大幅提升的情况下, 投资仍是带动消费的不二之选。总体而言, 在温和通胀预期下, 2 季度仍有望在合理估值水平区间震荡。
- **基金市场平淡, 平均发行规模大幅缩水。**1 季度基金市场的平淡表现主要源于股市调整, 考虑到内外因素, 短期宏观经济仍然面临不确定性, 反映到基金发行市场就表现为平均募集规模缩水。去年 3 季末以来债基几乎停止发行, 考虑到全球经济逐渐回暖后, 低息宽松货币政策最终终止, 在中长期通胀预期和加息预期下, 债券市场基金发行料将持续低迷。
- **主动偏股类整体略胜指数型, 债券型净值反弹。**被动指数基金平均下跌幅度最大, 明显弱于主动偏股类基金在本次调整市中的表现。股票型基金中传统封闭式基金净值跌幅最小, 而本季录得平均正收益的为货币市场型和债券型基金。按照投资风格分类的净值表现, 统计显示大盘价值型基金平均跌幅接近 10%, 平均而言本季大盘型基金几乎全线下跌, 而中盘型基金取得正收益, 市场风格迟迟未能转换是造成此局面的主要原因。
- **年报持仓变动数据较好地反映了 1 季度行业走势。**从一季度各行业的实际走势来看, 文化传播、农林渔牧、电子行业、纺织服装等行业大涨, 这与基金所披露年报增仓幅度基本一致。同时房地产、金融、机械设备实际走势也与基金减持方向一致。部分行业比如有色金属和采掘业年报显示去年 4 季度加仓, 但从本季度走势来看, 上述行业跌幅较大, 作为抗通胀的两个最重要的行业, 我们估计基金整体介入时机过早。
- **主动型开放式偏股基金的选择仍需关注行业景气变动和基金选时择股能力。**在量化选择的基础上, 我们在关注 4 月下旬左右的基金 2010 年 1 季报的行业持仓数据, 可得到更充分的依据。
- **封闭式基金走势显差异, 适合以交易为主的投资者。**封闭式基金主要关注净值增长率, 折价率, 分红等因素, 可根据历史折价率走势区间来获取交易性机会。创新式封基瑞和分级配对转换机制将于 2 季度实施, 瑞和整体折价有望消失, 套利者可同时买进小康和远见以获取可靠收益。
- **BETA 值较高的指数基金更易获取交易性机会。**红利 ETF、深圳 100ETF 和小板 ETF 连续多个季度拥有较高的 BETA 值, 较适合短线或波段交易者。仍建议可继续持有 PE 整体估值相对较低的指数基金。

宽幅震荡有望持续 基金市场表现平淡

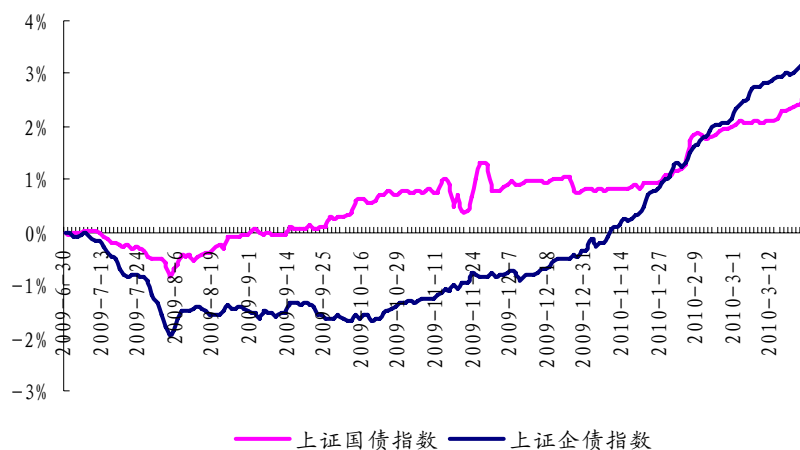
经济仍有隐忧 温和通胀下市场宽幅震荡

1 季度 A 股整体呈现调整走势，我们分析原因有几个方面：其一，去年第 4 季度，股市在流动性依然充裕，企业盈利回升的形势下曲折反弹。今年 1 季度初始，市场信贷投放量占全年比重急剧上升，央行为适当控制信贷节奏，两次提高存款准备金，直接抑制了流动性。其二，CPI 数据温和上涨导致实际利率为负，三个月期央票意外升息使得加息预期渐浓。其三，外部贸易保护主义加剧，外贸 6 年来首次出现逆差，考虑到人民币被动升值预期较高，对 GDP 贡献较大的出口可能受阻，若进一步上游行业传导则极为不利。其四，以铁矿石为代表的大宗原材料价格急剧上涨，输入型成本压力加大，将影响上市公司业绩恢复；其五，为转变经济增长模式，防止以地产为代表的资产泡沫形成，相关政策调控不断增强，房地产行业走势不确定性增多，从而对整个市场形成影响。其六，IPO 和上市公司再融资压力依然较大，在债券市场不景气和银行信贷趋向收紧的形势下，股市面临较大的融资压力。

截止 3 月 23 日，以去年 3 季报数据测算的当前 A 股整体估值水平约 23.6 倍，沪深 300 成份股平均 20.1 倍、上证 50 和 180 成份股整体估值不足 20 倍，当前估值水平基本合理。同时，货币政策整体仍然宽松，居民企业储蓄在负的实际利率环境下投资意愿仍然较强，从这个角度考察，2 季度继续大幅下行的空间不大。部分产能的过剩的行业可能短期再度面临库存压力，从而导致营运资金短缺，中长期看调整盈利结构和产业或技术升级仍需要大量资金，因此我们的策略预计为实现全年宏观经济增长目标，信贷规模难以急剧收紧。在出口受阻，内需整体水平难以大幅提升的情况下，投资仍是带动消费的不二之选。总体而言，在温和通胀预期下，2 季度仍有望在合理估值水平区间震荡。

1 季度连续两次提高准备金后，信贷增速过快得以抑制，由于经济恢复仍需时间，央行暂缓升息的可能加大。因此在股市调整之际，避险资金局部推高债市。若 2 季度 CPI 继续上升，在接近 4% 的水平下，央行或将加息。除短期避险资金和流动性资金需求以外，以利润为首要目标的中线投资者仍将回避债券和货币市场。

Figure 1 交易所国债和企债指数三个季度以来涨幅走势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

基金市场平淡 平均发行规模大幅缩水

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，基金所持股股票资产价格的回落直接导致了净值表现低迷，从而影响后续基金发行。因此，1 季度基金市场的平淡表现主要源于股市调整，考虑到内外因素，短期宏观经济仍然面临不确定性，反映到基金发行市场就表现为平均募集规模缩水，1 季度共发行基金 24 只，其中股票型基金 23 只、混合型 1 只、债券型数量为 0。其中 1 月份成立 10 只基金，平均发行份额仅 20 亿，月份环比大幅下跌。自去年 3 季末以来债基几乎停止发行，考虑到全球经济逐渐回暖后，低息宽松货币政策最终终止，在中长期通胀预期和加息预期下，债券市场基金发行料将持续低迷。

Figure 2 两个季度以来新基金成立概况

月份	股票型		混合型	
	只数	发行份额(亿份)	只数	发行份额(亿份)
2009 年 10 月	5	291.83	2	62.41
2009 年 11 月	11	230.71	1	28.85
2009 年 12 月	8	318.75	0	0.00
2010 年 01 月	9	135.94	1	61.84
2010 年 02 月	6	\	0	0.00
2010 年 03 月	12	\	1	\

资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 1 季度以来发行的新基金

名称	发行份额(亿份)	发行日期	基金成立日	投资类型
上投摩根行业	36.17	2009-12-30	2010-1-28	股票型
新华钻石品质	19.38	2009-12-28	2010-2-3	股票型
鹏华中证 500	26.31	2009-12-28	2010-2-5	股票型
宝盈中证 100	2.81	2009-12-29	2010-2-8	股票型
国泰估值进取	4.22	2010-1-14	2010-2-10	股票型
国泰估值优先	4.22	2010-1-14	2010-2-10	股票型
工银中小盘成长	23.18	2010-1-8	2010-2-10	股票型
信诚中小盘	6.04	2010-1-5	2010-2-10	股票型
金元比联核心动力	4.37	2010-1-8	2010-2-11	股票型
申万沪深 300 价值	9.25	2010-1-6	2010-2-11	股票型
中银蓝筹精选	61.84	2009-12-29	2010-2-11	混合型
兴业合润分级	\	2010-3-18	\	股票型
华宝上证 180 价值 ETF	\	2010-3-17	\	股票型
上证 180 价值 ETF 联接	\	2010-3-17	\	股票型
国泰纳斯达克 100	\	2010-3-17	\	股票型
双禧中证 100	\	2010-3-15	\	股票型
广发内需增长	\	2010-3-12	\	混合型
泰达中证财富大盘	\	2010-3-11	\	股票型
金鹰稳健成长	\	2010-3-10	\	股票型
光大保德信中小盘	\	2010-3-5	\	股票型
海富通中小盘	\	2010-3-5	\	股票型
国投沪深 300 金融	\	2010-3-3	\	股票型

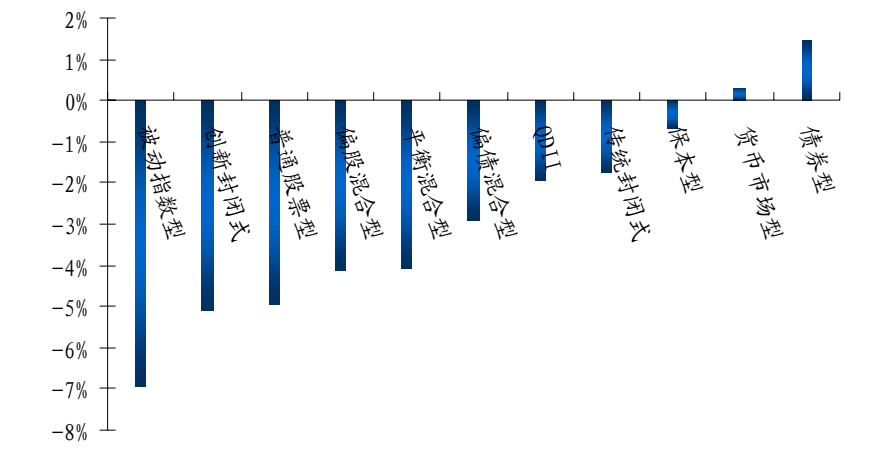
招商全球资源	\	2010-2-25	\	股票型
南方策略优化	\	2010-2-22	\	股票型
上证中盘 ETF	\	2010-2-12	\	股票型
上证中盘 ETF 联接	\	2010-2-12	\	股票型
农银汇理中小盘	\	2010-2-11	\	股票型
中海上证 50	\	2010-2-10	\	股票型
长信中证央企 100	\	2010-2-1	\	股票型

资料来源：WIND、世纪证券研究所

基金净值全面下跌 重点行业走势已在预料中

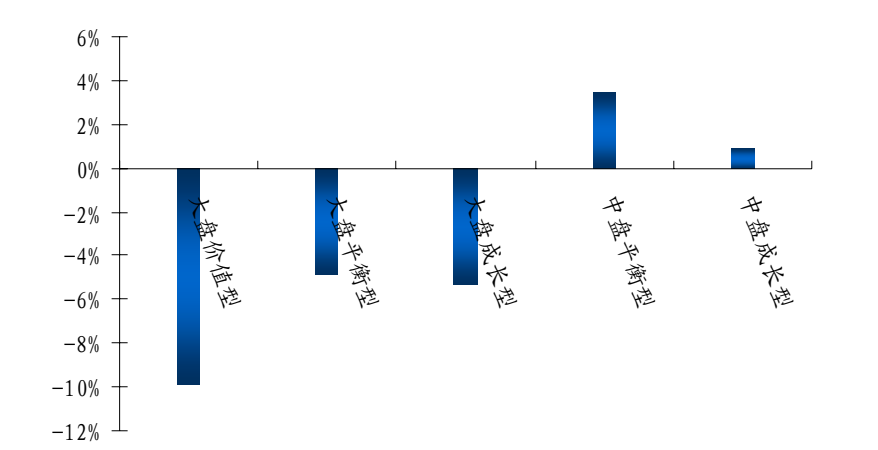
主动偏股类整体略胜指数型 债券型净值反弹

Figure 4 按投资类型分类的 1 季度基金净值表现



资料来源：WIND、世纪证券研究所
注：各类基金以 1 月前成立的基金样本为计算基础，以下同（截止 3 月 23 日）

Figure 5 按投资风格分类的一季度基金净值表现



资料来源：WIND、世纪证券研究所

由于 A 股 1 季度主要表现为下跌震荡走势，基金净值也随行就市出现大幅波动，整体表现低迷。按照基金投资类型分类，被动指数基金平均下跌幅度最大，明显弱于主动偏股类基金在本次调整市中的表现。股票型基金中传统封闭式基金净值跌幅最小，而本季录得平均正收益的为

货币市场型和债券型基金。按照投资风格分类的净值表现, 统计显示大盘价值型基金平均跌幅接近 10%, 平均而言本季大盘型基金几乎全线下跌, 而中盘型基金取得正收益, 市场风格迟迟未能转换是造成此局面的主要原因。

1 季度普通股票型基金涨幅最大的是大摩领先优势, 涨幅最大的混合型基金是嘉实主题精选 7.62%; 取得正收益的普通股票型和混合型基金仅 13 只。传统封闭式基金净值表现也比较低迷, 仅基金通乾和基金景福取得正收益, 但整体好于其他股票型基金。大摩领先优势是去年 3 季度末成立的主动股票型基金, 年报显示该基金在股票持仓 91%, 其重仓股诺普信、三安光电、广汇股份和中恒集团等 1 季度以来获益匪浅, 为其 6.42% 的净值增长贡献较大; 嘉实主题精选则重仓输电设备股, 国电南瑞、许继电气、荣信股份等股票 1 季度涨幅较大是其净值增长的主要原因。华夏老牌基金策略精选和大盘精选继续保持优异成绩, 在偏股混合型基金净值涨幅排名中分获 2 和 3 名。

Figure 6 1 季度普通股票基金净值涨跌幅排名

前5名		后5名	
证券简称	净值增长率	证券简称	净值增长率
大摩领先优势	6.42%	宝盈泛沿海增长	-11.85%
信达澳银中小盘	1.30%	金元比联价值增长	-11.07%
南方优选价值	0.82%	交银精选股票	-11.04%
东方策略成长	0.61%	东方核心动力	-10.49%
招商中小盘精选	-0.10%	国联安红利	-9.89%

资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 7 1 季度偏股混合型基金净值涨跌幅排名

前5名		后5名	
证券简称	净值增长率	证券简称	净值增长率
嘉实主题精选	7.62%	交银稳健配置混合	-10.31%
华夏策略精选	5.87%	招商先锋	-9.55%
华夏大盘精选	5.25%	博时精选	-8.94%
金鹰中小盘精选	3.45%	华富价值增长	-8.75%
中邮核心优势	2.81%	大成精选增值	-8.74%

资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 8 1 季度平衡混合型基金净值涨跌幅排名

前5名		后5名	
证券简称	净值增长率	证券简称	净值增长率
华夏平稳增长	2.47%	长城久恒	-6.92%
东方龙混合	0.95%	博时价值增长2号	-6.56%
金鹰成份股优选	-2.84%	易方达平稳增长	-6.21%
国泰金龙行业精选	-2.85%	博时价值增长	-5.95%
长城安心回报	-2.88%	景顺长城动力平衡	-5.44%

资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 9 1 季度偏债混合型基金净值涨跌幅排名

前5名		后5名	
证券简称	净值增长率	证券简称	净值增长率
银河收益	1.83%	大成财富管理2020	-8.09%
南方宝元债券	0.26%	国联安安心成长	-6.52%
海富通强化回报	-0.28%	国联安稳健	-6.37%
银河银泰理财分红	-0.72%	华宝兴业宝康灵活	-4.95%
海富通收益增长	-1.03%	申万巴黎盛利配置	-4.47%

资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 主要类型基金 1 季度风险收益特征

	Alpha	Sharpe	Treynor	收益标准差	Beta	净值增长率
普通股票型	0.0001	-0.0832	-0.0012	0.0113	0.8376	-4.94%
指数型	-0.0002	-0.1109	-0.0017	0.0122	0.9089	-6.94%
偏股混合型	0.0002	-0.0755	-0.001	0.0105	0.7935	-4.12%
平衡混合型	0.0001	-0.0924	-0.0012	0.0088	0.6673	-4.06%
偏债混合型	0.0002	-0.072	-0.001	0.0075	0.5632	-2.88%
传统封闭式	0.001	-0.0376	-0.0023	0.0094	0.1503	-1.76%
创新封闭式	0.0004	0.0914	0.0137	0.0119	0.9012	-5.11%

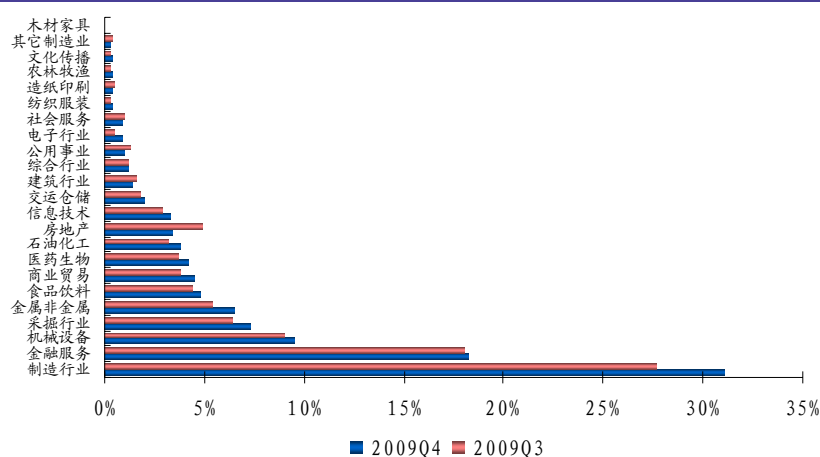
资料来源: WIND、世纪证券研究所 (以日频数据为基础, 截止 3 月 23 日)

考察细分的普通股票型和混合型基金，其风险收益指标数据基本符合股票占基金总的净资产的比重大小，其中指数型其股票仓位平均在 95% 以上，数据显示其 1 季度波动度、对市场的敏感度居首位，其次普通股票型基金平均仓位 80% 左右，其收益标注差和 BETA 值排于指数型之后，偏股、平衡和偏债基金依次。然而传统封闭式基金的风险收益与开放式差异较大。连续几个季度我们对各类偏股基金风险收益特征考察发现封闭式基金净值风险收益高于开放式，而波动度低于开放式，具备较高的稳定性。这反映出封闭式基金在份额封闭的情况下投资，具有不受申购赎回影响的优势。

年报持仓变动数据较好地反映了 1 季度行业走势

基金（非货币型）行业配置占净值比显示，4 季度末持仓比重前五大行业依次为制造业、金融服务、机械设备、采掘业、金属非金属。与 3 季度相比没有发生变化。而变化较大的是食品饮料、商业贸易、医药生物和信息技术整体占比上升，房地产行业占比仍继续下跌。多个季度以来，传统行业和整体收益水平较低的行业基金整体投资比重持续较低，如木材家具、纺织服装、造纸印刷、农林渔牧等。

Figure 11 基金（非货币）行业配置占基金净值比（%）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

扣除股价变动因素，以去年 3 季度末持仓为参照，从持股数量角度测算的基金主动增持幅度较大的行业为电子行业、文化传播、农林渔牧、纺织服装和金属非金属。而上述行业中电子行业被连续两个季度大比例增持。去年 3 季度农林渔牧、信息技术、石油化工行业增持幅度较大，而 4 季度增仓幅相对降低；2009 年以来文化传播行业在 4 季度首次被大幅增持。主动减仓幅度较大的是房地产、公用事业、木材家具、其他制造业、造纸印刷等。去年 3 季度以来房地产行业面临较大的政策性风险是基金连续减持该行业的主要因素；而随着通胀和人民币升值预期上升，大宗资源商品有望重新受益，4 季度基金再度增持金属非金属和采掘行业。金融行业 4 季度基本上持平，一方面受信贷增速变缓预期拖累，另一方面估值水平较低、融资融券和股指期货等新业务即将推出又是有力支撑。在经历连续两个季度基金主动增持后，其他制造业、食品饮料

和造纸印刷 4 季度被减持;而连续两个季度基金主动减仓的行业如交运仓储、文化传播 4 季度被增持。3 季度被减持后,4 季度继续被减持但幅度变小的行业有综合行业和社会服务,继续被减持且幅度加大的行业为房地产和公用事业。3 季度被增持后,4 季度继续被增持但幅度变小的行业有医药生物和制造行业,继续被增持且幅度加大的行业仅电子行业。

Figure 11 基金主动增减仓行业 1 季度以来走势 (截止 3 月 23 日)

行业名称	基金所持市值增长率 (2009Q4)	行业涨跌幅 (2009Q4)	基金主动增减持比例 (2009Q4)	一季度以来走势
文化传播	59.84%	23.11%	29.84%	11.94%
农林牧渔	43.01%	32.32%	8.08%	10.04%
综合行业	23.16%	24.70%	-1.23%	9.61%
电子行业	114.51%	42.12%	50.94%	7.44%
社会服务	9.53%	23.61%	-11.39%	7.14%
纺织服装	40.34%	30.85%	7.25%	6.04%
造纸印刷	0.37%	27.29%	-21.15%	4.06%
信息技术	31.30%	25.12%	4.94%	3.54%
交运仓储	24.01%	21.68%	1.92%	2.57%
医药生物	28.98%	28.67%	0.24%	1.76%
木材家具	-0.04%	34.89%	-25.90%	1.49%
其它制造业	-9.39%	20.54%	-24.83%	1.37%
石油化工	35.50%	30.87%	3.54%	0.78%
商业贸易	34.77%	33.18%	1.20%	0.52%
公用事业	-14.38%	15.55%	-25.90%	-1.45%
建筑行业	-2.10%	13.50%	-13.75%	-1.69%
制造行业	29.62%	29.44%	0.14%	-2.43%
机械设备	22.48%	28.15%	-4.42%	-3.69%
食品饮料	26.08%	26.50%	-0.33%	-3.96%
房地产	-17.73%	12.78%	-27.05%	-4.94%
金融服务	17.38%	17.72%	-0.29%	-8.46%
金属非金属	38.30%	30.54%	5.95%	-9.26%
采掘行业	30.74%	28.34%	1.87%	-16.50%

资料来源: WIND、世纪证券研究所

从一季度各行业的实际走势来看,文化传播、农林渔牧、电子行业、纺织服装等行业大涨,这与基金所披露年报增仓幅度基本一致。同时房地产、金融、机械设备实际走势也与基金减持方向一致。部分行业比如有色金属和采掘业年报显示去年 4 季度加仓,但从本季度走势来看,上述行业跌幅较大,作为抗通胀的两个最重要的行业,我们估计基金整体介入时机过早。

量化基金投资策略 把握基金的交易性机会

我们在年度策略中给出的建议是在经济恢复性增长、温和通胀预期

和货币政策面临紧缩的局面下，A 股仍然有较强的支撑，但可能形成宽幅震荡。同时，股市整体收益率将低于 2009 年；债券市场将面临市场利率上升的风险而逐渐下行，但阶段性地仍可作为避险资金的选择。从收益率角度而言，在适度通胀的预期下，权益类资产收益率仍然比其他资产具有吸引力。所以我们给出的 2010 年基金投资的核心思想是以**投资偏股类基金为主，适时配置债券型或货币市场型基金以规避 A 股市场波动风险**。1 季度走势基本上与我们的年度策略吻合。在此基础上，我们认为 2 季度的基金投资可着重把握基金的交易性机会以及投资类型的搭配，比如在经济数据疲软或市场估值较高的位置，赎回或卖出偏股类基金，持有货币市场型或债券型；在数据向好或估值较低的位置，申购或买入偏股类基金，赎回货币市场型或债券型。

主动型开放式偏股基金：关注行业景气变动和基金选时择股能力

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。收益指标 30%权重（净值收益率、Alpha、Sharpe、Trenor、Jensen 占收益指标各 20%）；波动指标 35%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 2 年，经历了完整的上涨和下跌市场偏股型基金共 227 只作为总样本，以 2 年间的历史数据计算得到整体表现前 10 名的基金。在量化选择的基础上，我们在关注 4 月下旬左右的基金 2010 年 1 季报的行业持仓数据，可得到更充分的选择。

Figure 20 两年来整体综合表现前 10 名的基金

基金名称	投资类型	收益率	标准差	Beta	选时能力	选股能力	Alpha	Jensen	Trenor	Sharpe
泰达荷银风险预算	混合型	19.94%	0.0089	0.3073	-0.2647	0.0007	0.0006	0.0006	0.0011	0.0398
华夏红利	混合型	11.94%	0.0177	0.6816	-0.4401	0.0011	0.0008	0.0008	0.0005	0.0186
博时平衡配置	混合型	12.58%	0.0112	0.3986	-0.7602	0.001	0.0006	0.0005	0.0006	0.022
泰达荷银周期	股票型	6.06%	0.0182	0.6591	-0.1881	0.0008	0.0007	0.0007	0.0003	0.0125
华夏回报	混合型	5.22%	0.0115	0.4258	-0.4562	0.0007	0.0004	0.0004	0.0003	0.0097
华安宝利配置	混合型	0.71%	0.0154	0.6007	-0.5223	0.0008	0.0005	0.0005	0.0001	0.0051
泰达荷银成长	股票型	3.41%	0.016	0.5619	-0.6313	0.0009	0.0005	0.0005	0.0002	0.0087
兴业全球视野	股票型	-0.04%	0.0176	0.6928	-0.3232	0.0008	0.0006	0.0006	0.0001	0.0055
国投瑞银景气行业	混合型	-0.79%	0.0154	0.5914	-0.3105	0.0006	0.0005	0.0004	0.0001	0.0028
华宝兴业多策略	股票型	6.38 %	0.0167	0.6414	-0.7509	0.0011	0.0007	0.0006	0.0003	0.0125

资料来源：WIND、世纪证券研究所

封闭式基金投资：净值增长率之外关注换手率，折价率、分红等因素

传统封闭式基金三季度净值表现超预期，有着较好的表现，整体平均收益远超市场。且风险调整后的收益指标大于开放式股票基金，但由于 BETA 值较低，09 年全年不超过 0.25，1 季度平均约 0.15，因此不建议以二级市场的封闭式基金（非杠杆型）作为震荡行情的波段操作工具。封闭式基金二级市场具体表现除与该基金的净值表现有关以外，还取决于二级市场份额的供需情况。因此还需单独考察其折价率和换手率，剩余存续期、年度分红等因素。《证券投资基金运作管理

办法》规定年度收益分配不低于已实现收益的 90%。因此 2010 年净值收益较高的的封基易获二级市场投资人青睐。

Figure 12 封闭式基金 1 季度表现特征

证券简称	剩余存续期(天)	累计单位净值增长率(%)	区间换手率(%)	区间均贴水率(%)
基金银丰	2698	-0.91	32.72	-18.75
基金久嘉	2658	-1.14	34.32	-21.12
基金丰和	2553	-0.23	64.42	-22.04
基金科瑞	2543	-0.69	30.66	-16.12
基金鸿阳	2450	-0.70	91.38	-22.61
基金通乾	2347	0.31	57.82	-15.22
基金景福	1740	0.50	44.86	-15.77
基金汉兴	1740	-0.62	34.65	-18.98
基金同盛	1685	-0.71	44.75	-20.21
基金金鑫	1669	-0.72	40.45	-19.52
基金天元	1613	-1.02	19.31	-16.09
基金普丰	1571	-1.56	40.21	-18.99
基金兴和	1570	-0.88	26.40	-18.48
基金裕隆	1541	-1.45	26.78	-15.63
基金安顺	1541	-0.44	25.01	-8.80
基金汉盛	1505	-0.38	41.14	-17.13
基金景宏	1501	-0.47	29.61	-14.56
基金同益	1474	-0.97	27.13	-14.54
基金泰和	1473	-0.74	27.06	-15.43
基金普惠	1382	-0.96	33.81	-15.60
基金裕阳	1217	-1.44	30.27	-9.93
基金安信	1184	-0.10	19.39	-9.73
基金兴华	1129	-0.47	49.70	-8.37
基金金泰	1097	-0.04	34.62	-14.35
基金开元	1097	-0.42	27.33	-15.48
建信优势动力	1088	-4.18	13.44	-15.82
大成优选	858	-2.79	29.14	-15.36
国投瑞银瑞福进取	843	-13.98	107.22	25.46
基金裕泽	431	-0.76	59.08	-7.88
长盛同庆 A	\	1.16	11.42	0.54
富国天丰强化收益	\	5.75	32.17	1.20
国泰估值进取	\	-1.30	11.96	-8.64
国泰估值优先	\	0.70	27.42	1.93
国投瑞银瑞和远见	\	-4.89	135.54	6.62
国投瑞银瑞和小康	\	-10.83	58.73	-11.54
长盛同庆 B	\	-7.67	99.20	-19.70

资料来源：WIND、世纪证券研究所

传统封闭式基金不断到期，目前仅剩 28 只。去年下半年以来，发行的封闭式基金皆为创新型。目前的剩余到期日在 1000 以上的对折价率的影响不大，而基金裕泽还剩 431 天，折价率已经缩窄至 7.88%；年初以来累计单位净值增长率越高，则未来分红概率越大，折价率越

低，这是合乎逻辑的。分红概率大，二级市场就会受到追捧，折价自然收窄。除了单位净值未达到 1 的部分基金不分红以外，大部分封闭式基金红利已经分发。1 季度累计收益最高的是富国天丰强化收益，该基金为增强型封闭式债基。分红多、次数频繁是该基金的重要特点。2009 年度该基金共分红 12 次，累计 1.67 亿。但另一方面，从长期持有而不考虑短期分红高低的因素，折价率高也反映了基金份额价值被低估的程度，中长期投资者可考虑买入折价高的封基持有，以获取未来市场走好时折价率收窄的收益。因此分红额预期高以及换手率较高的封基更适合于短期投资者获取交易性机会。

我们在 2010 年度策略中提出普通封闭式基金周平均折价率走势显示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正向波动的主要原因。因此在震荡市场中可根据历史的平均折价率波动区间获取波段性交易机会，我们建议当封基整体折价率整体较大幅扩大至 30% 附近时买入，而当整体折价水平收窄至低于 20% 时卖出，以获取波段性投资机会。目前，基金丰和折价率最高为 22%，年初以来净值跌幅较小，表现相对平稳，单位净值超过 1 的预期上升时，二级市场价格可能有可观表现，可作为短期交易性对象。

创新式封闭式基金走势显差异

同庆 B 和瑞福进取作为两个同性质的杠杆型基金，目前瑞福进取仍然溢价 25.46%，而同庆 B 折价 19.7%。主要在于两者净值表现的差异，在市场短期偏弱的格局下，杠杆基金的下跌杠杆给投资人以更大的风险。上面统计的创新式封基风险收益指标中，收益标准差和 BETA 在所有股票型基金中最高，显示了较大的波动特征和系统敏感性，适合二级市场短线交易者。

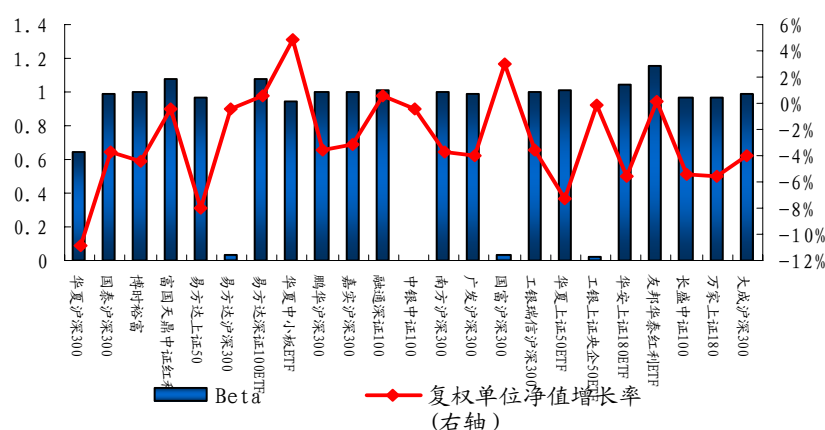
沪深 300 分级指数基金没有下跌杠杆，且分级后的针对不同收益预期（10% 的收益临界值）的两个产品，其收益二八分成机制会导致它们二级市场价格出现复杂情况。并且皆具有上涨杠杆，最高达 1.6 倍。该基金本质上是一只被动指数基金，自去年 11 月成立，封闭期届满后，目前市场普遍对自上市之日起 1 年 10% 涨幅仍有较强预期，远见上市极可能取得溢价，而小康折价。上市以来，瑞和 300 净值在 0.993-1.086 之间波动，而其超过 1 的这个区间为小康接近 1.6 倍的高杠杆区间，然而其目前价格走势疲弱，表示市场对其上市开始的第一个周年净值涨幅相对乐观，认为未来一年瑞和 300 涨幅超过阈值 10% 以内的概率较大。相反瑞和远见走势相对平缓，净值略跌但价格已缓慢上升，表明市场倾向于瑞和 300 指数未来一周年涨幅超过 10%。从小康和远见折溢价的情况来看，两者方向相反，相加所得整体折溢价率仍折价。目前，配对转换套利机制已经开始测试，预计于 2 季度推出，届时折价率消失，若同时买进小康和远见者，可获得小康折价收窄的可靠收益。若 2010 年中某时刻预测瑞和 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。

高 BETA 值指数基金或存较大交易性机会

2009 年被动指数基金在股市上涨行情中，表现最为优异。具备择时能力的投资者，在根据相对于某一市场主要指数的 BETA 系数高低来选择相关指数基金将具有更好的指数回报。

Figure 13 开放式指数基金的收益和风险



资料来源：WIND、世纪证券研究所

红利 ETF、深圳 100ETF 和小板 ETF 连续多个季度拥有较高的 BETA 值，1 季度也不例外。目前市场企稳后指数基金再次面较好的机会，指数估值水平也是参考因素，当前上证 50、上证 180 指数的动态市盈率不足 20 倍。我们仍建议 PE 整体估值相对较低的指数基金可继续持有，而平均 BETA 较高的基金则适合以交易性机会为主的投资者。

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.