

## 2009年下半年基金投资策略报告

### ——顺应驱动脉搏积极操作，灵活调整组合风格特征

- 无论长期投资还是阶段基金选择，基金经理驾驭市场能力都是核心参考要素之一，尤其在目前产品间定位差异不甚细微明显以及行业快速发展下基金经理职位变动相对频繁的行业发展阶段，选择优秀基金经理更为重要。
- 在外部经济逐渐探底缓步复苏、投资助推中国宏观经济强劲反弹、流动性阶段保持充裕等积极因素推动下，A股市场乐观趋势有望阶段延续，较高的估值水平仍具备进一步提升空间。随着估值再度提高以及宏观经济复苏下微观层面盈利能力的逐步体现，下半年驱动股价上涨的动力将逐渐转至微观基本面改善带来的盈利增速反弹，但同时高估值下市场承受压力弹性的降低也使的股指预期波动幅度进一步加大。
- 对于下半年选择股票及混合型基金的投资者而言，建议初期将基金组合定位在中等或中等偏上的风险水平，并密切跟踪市场流动性、估值水平以及宏观数据的变化情况等，对基金投资的选择策略及组合风格进行积极灵活的转换调整，调整思路如下：
  - ◆ 持仓风格特征：从大盘蓝筹向中小盘成长风格逐渐转换；
  - ◆ 行业配置特征：从侧重上中游向中下游行业配置逐渐转换；
  - ◆ 管理人能力特征：从优秀行业配置能力向个股选择能力逐渐转换。
- 尽管下半年CPI回升预期下债市收益率逐渐呈现上升趋势，但充裕流动性供给亦使得上行空间预期有限，债市仍将更多呈现高位震荡特征。参考过去三年网下申购收益情况，新规则下参与网下申购（尤其是大盘股）仍有助于债券基金适当提高收益。综合对债券市场环境、收益率水平以及IPO重启对债券基金影响的分析，我们认为下半年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年化收益率可以达到4%~6%的水平（其中新股申购贡献2%左右收益），仍可以作为定期储蓄的升级替代品种。
- 货币市场利率水平进一步下降的空间有限，新股（尤其是大盘股）发行对机构的吸引力将引起期间拆借利率的向上波动，亦有助于货币市场基金阶段提高收益。因此，预期下半年货币市场基金的收益率水平将逐渐走出低谷，维持货币市场基金年收益率水平在2.0%±0.5%左右的预期。
- 传统封基无论是折价率还是到期年化收益率处于相对较低水平已是不争事实，尽管仍保留一定的“双向”弹性空间，但预期在市场的进一步上涨下折价水平或有进一步小幅下降空间（或维持当前折价水平），而市场下跌将带来折价水平的大幅攀升，建议下半年对于传统封闭式基金进行平配或者适当低配，比较而言剩余存续期4~6年产品具有一定的相对优势。
- 封基分红历史包袱犹在，即使考虑二季度市场上涨带来可分配收益的增加，封基年底再现大规模、大比例分红行情仍需要下半年股指进一步上涨的支撑。而由于半年度并无强制性分红要求（包括是否分红、分红比例），相关题材建议谨慎参与。



基金研究中心

张剑辉

## 内容目录

<b>第一部分：顺应市场驱动脉搏积极操作，灵活调整基金组合风格特征——权益类开放式基金投资操作策略篇</b>	<b>3</b>
1.1 投资能力持续优秀基金经理，产品选择核心参考要素之一	3
1.1.1 中国经济：长期快速增长趋势不改	3
1.1.2 基金行业：投资优势保持持续稳定	3
1.1.3 优秀经理：基金投资核心要素之一	4
1.2 驱动因素渐由估值转为盈利，基金组合立足中等偏上风险	5
1.3 顺应市场驱动转换脉搏，灵活调整组合风格特征	8
1.3.1 持仓风格特征：从大盘蓝筹向中小盘成长风格逐渐转换	8
1.3.2 行业配置特征：从侧重上中游向中下游行业配置逐渐转换	9
1.3.3 管理人能力特征：从优秀行业配置能力向个股选择能力逐渐转换	10
<b>第二部分：此消彼长，价值犹在——固定收益类开放式基金投资操作策略篇</b>	<b>12</b>
2.1 债券型开放式基金投资操作策略：债基后续喜忧参半，仍具保值增值能力	12
2.1.1 债券基金是长期资产配置的重要选择	12
2.1.2 债市阶段上下两难，或将维持高位震荡	12
2.1.3 发行新规降低机构 IPO 申购收益，网下申购仍有助债基适度提高收益	13
2.1.4 债基仍具保值增值能力，辨别风险收益差异区别选择	14
2.2 货币市场基金投资操作策略：收益率有望逐渐走出低谷	14
<b>第三部分：折价吸引力降低，分红尚需要积累——封闭式基金投资操作策略篇</b>	<b>16</b>
3.1 传统封基折价水平偏低，侧重剩余 4~6 年产品	16
3.2 历史包袱犹在、无强制性约束背景下谨慎参与中期分红题材	17
3.3 低折价下业绩驱动力度增强	18
<b>第四部分：2009 年 7 月份基金组合推荐</b>	<b>19</b>

## 第一部分：顺应市场驱动脉搏积极操作，灵活调整基金组合风格特征——权益类开放式基金投资操作策略篇

- 无论长期投资还是阶段基金选择，基金经理驾驭市场能力都是核心参考要素之一，尤其在目前产品间定位差异不甚细微明显以及行业快速发展下基金经理职位变动相对频繁的行业发展阶段，选择优秀基金经理更为重要。
- 在外部经济逐渐探底缓步复苏、投资助推中国宏观经济强劲反弹、流动性阶段保持充裕等积极因素的推动下，A股市场乐观趋势有望阶段延续，较高的估值水平仍具备进一步提升空间。
- 随着估值再度提高以及宏观经济复苏下微观层面盈利能力的逐步体现，下半年驱动股价上涨的动力将逐渐转至微观基本面改善带来的盈利增速反弹，但同时高估值下市场承受压力弹性的降低也使的股指的预期波动幅度进一步加大。
- 对于下半年选择股票及混合型基金的投资者而言，建议初期将基金组合定位在中等或中等偏上的风险水平，并密切跟踪市场流动性、估值水平以及宏观数据的变化情况等，对基金投资的选择策略及组合风格进行积极灵活的转换调整，调整思路如下：
  - ◆ 持仓风格特征：从大盘蓝筹向中小盘成长风格逐渐转换；
  - ◆ 行业配置特征：从侧重上中游向中下游行业配置逐渐转换；
  - ◆ 管理人能力特征：从优秀行业配置能力向个股选择能力逐渐转换。

### 1.1 投资能力持续优秀基金经理，产品选择核心参考要素之一

#### 1.1.1 中国经济：长期快速增长趋势不改

- 由次贷引发的金融危机对世界各主要经济体均有不同程度的影响，中国虽未能独善其身，但在政府积极主动政策支持引导下，中国经济的抵抗能力以及复苏步伐均超出世界的预期，并成为带动新兴市场经济体经济回暖的重要因素。
- 阶段来看，中国经济乃至全球经济尚处在逐渐探底缓步复苏过程中（详细参考 1.2 部分），世界银行最新报告<sup>1</sup>将 2009 年全球 GDP 增速预期由 4 月份的负 1.7%进一步下调至负 2.9%，但世行同时预期全球 GDP 增长在 2010 年将回升至 2%、2011 年达到 3.2%，其中发展中国家增速更高，2010 年将达到 4.4%、2011 年达 5.7%。
- 如上所述，中国不仅是发展中国家的重要组成部分，同时俨然亦是驱动发展中国家经济发展的重要因素之一，在自身“工业化、城市化、市场化、国际化”进程均远未结束背景下，随着未来几年全球经济增长的逐步恢复，中国经济长期快速增长的趋势没有改变，并成为驱动 A 股市场长期向上的核心因素。

#### 1.1.2 基金行业：投资优势保持持续稳定

- 回首基金行业的近 11 年的飞跃式发展，既离不开外部因素的支持，如监管体系的完善、证券市场的规范成长、经济增长下居民财富的增加与理财意识增强，同时也离不开行业整体表现出来的持续稳定的业绩优势。
- 本文对 2002 年到 2009 年（截止 6 月 19 日）近 8 年间积极投资权益类（股票型 + 混合-积极配置型 + 混合-灵活配置型，下同）开放式基金收益、风险与对应期限上证指数进行比较显示，基金年均相对上证指数超额收益达到 9.22%，仅 2006 年及今年上半年收益落后于指数，且收益的波动性各年度均小于同期上证指数，在相对股票市场取得“高收益”的同时，相对表现出“低风险”的特征。因此，在经济增长驱动 A 股市场保持长期向上趋势的预期下，基金属于长期投资可选的优势品种。

<sup>1</sup> 《2009 年全球发展金融：制定全球复苏路线图》

图表1: 基金行业历史风险收益比较 (2009上半年统计截止 6.19)

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	09上半年	简单平均	
平均净值 增长率	A: 积极投资 权益类开放 式基金	-5.77%	19.80%	1.24%	2.70%	125.52%	125.44%	-50.85%	44.63%	32.84%
	B: 上证指数	-17.52%	10.27%	-15.40%	-8.33%	130.43%	96.66%	-65.39%	58.20%	23.62%
	A-B	11.75%	9.53%	16.64%	11.03%	-4.91%	28.78%	14.54%	-13.57%	9.22%
收益率标 准差 (年化)	C: 积极投资 权益类开放 式基金	6.63%	10.92%	11.91%	14.16%	18.34%	26.49%	32.00%	23.26%	17.96%
	D: 上证指数	22.50%	16.96%	19.55%	20.91%	24.36%	29.26%	42.08%	27.94%	25.45%
	C-D	-15.87%	-6.04%	-7.64%	-6.75%	-6.02%	-2.77%	-10.08%	-4.68%	-7.48%

注: 为了对基金行业与市场风险进行比较, 本文编制了基金收益指数, 反映基金行业总体净值变动情况。该指数以基金周净值为基础, 按份额加权计算, 新设基金考虑建仓期三个月后记入指数, 分红、样本变动等采用除数修正法。上表中基金收益率标准差数据就是依据该指数计算所得。

来源: 国金证券研究

### 1.1.3 优秀经理: 基金投资核心要素之一

- 基金管理行业什么最重要, 人才。尽管本章节从长期经济增长及市场前景角度切入, 但不论长期投资还是阶段基金选择, 基金经理驾驭市场的能力都是核心参考要素之一(时间越长基金经理因素的重要性亦越高), 尤其是在目前产品间定位差异不甚细微明显以及行业快速发展下基金经理职位变动相对频繁的行业发展阶段, 选择优秀基金经理显得更为重要。因此, 在进入“宏观经济-市场环境-基金选择”的常规分析之前, 本文先从基金经理角度出发, 寻找具有长期比较优势的优秀基金经理。
- 为了通过相对较长的市场周期来较为全面考察基金经理的投资管理能力, 本文对 2005 年以来各基金经理管理的积极投资权益类基金产品相对同业的  
风险收益特征进行了比较, 并通过期限阶段划分兼顾长期、短期下的投资管理能力及持续性。
  - ◆ 有效任职期限: 考虑到新基金首任基金经理建仓、老基金的基金经理更换(上任/离任)过渡期间调仓等对基金业绩的影响, 本文在分析中给予 90 天(即三个月)的建仓/调仓缓冲期, 即选取【基金经理 K 在基金 i 任职起始日期+90 天, 基金经理 K 在基金 i 任职终止日期-90 天】作为基金经理 K 在基金 i 上的有效任职期间, 其中基金经理 K 对于评级结束期仍在管理基金产品 j 的有效管理期间为【基金经理 K 在基金 j 任职起始日期+90 天, 评级结束期】。
  - ◆ 基金经理选择条件: 本文选取去年下半年来持续担任基金经理职务、且自 2005 年以来的 4 年半时间内有效任职期限在 2 年半以上的基金经理进行比较分析, 因此或有部分优秀基金经理(如过去两年内刚刚转到一线担任基金经理职务或由于职位调整变动等因素过去一年内并未完整担任基金经理职务)并未参与比较分析。
- 结果显示, 包括王亚伟(华夏)、王晓明(兴业全球)、孙建冬(华夏)、党开宇(嘉实)、尚志民(华安)、陈志民(易方达)、张晓东(国海富兰克林)、郑拓(交银施罗德)、陈键(南方)、周力(博时)等(详见图表 2)在内的 20 余位基金经理在过去 4 年半时间内投资管理能力表现持续稳定优秀, 从长期投资角度其管理的基金产品可重点关注。

图表2: 投资管理能力持续稳定优秀基金经理业绩表现情况 (收益指标计算截止 2009 年一季度末)

姓名	基金公司	当前管理基金	2005 年以来有效管 理期限(年)	过去一年月均 相对同业收益	过去两年月均 相对同业收益	过去三年月均 相对同业收益	2005 年以来月均 相对同业收益
王亚伟	华夏	华夏精选 华夏策略	3.3	1.98%	2.53%	4.30%	

图2: 投资管理能力强持续稳定优秀基金经理业绩表现情况 (收益指标计算截止2009年一季度末)

姓名	基金公司	当前管理基金	2005 以来有效管理期限 (年)	过去一年内月均相对同业收益	过去两年内月均相对同业收益	过去三年内月均相对同业收益	2005 以来月均相对同业收益
王晓明	兴业全球	兴业趋势	4.0	0.98%	1.01%	1.80%	1.62%
孙建冬	华夏	华夏红利 华夏复兴	3.8	1.81%	1.98%	1.79%	1.45%
党开宇	嘉实	嘉实精选 嘉实稳健	2.6	3.06%	0.97%		0.94%
张益驰	华夏	华夏优增	3.8	0.75%	1.39%	1.18%	1.04%
尚志民	华安	华安宏利 基金安顺	4.5	1.11%	0.69%	0.69%	0.74%
陈志民	易方达	方达成长	4.5	0.13%	0.31%	0.41%	0.58%
张晓东	国海富兰克林	国富弹性 国富价值	2.9	0.93%	1.41%	1.53%	
刘青山	泰达荷银	荷银精选	4.5	1.03%	0.84%	0.88%	0.88%
罗泽萍	华夏	华夏行业	3.3	1.04%	0.69%	0.68%	0.61%
吴欣荣	易方达	方达精选	4.5	0.37%	0.75%	0.63%	0.53%
郑拓	交银施罗德	交银稳健	3.0	1.08%		0.53%	0.57%
陈键	南方	南方盛元 基金天元	3.3	0.30%	0.30%	0.35%	
岳爱民	信诚	信诚蓝筹	2.8	1.39%	0.48%	0.09%	
冯刚	华宝兴业	华宝收益 华宝大盘	2.8	0.05%	0.79%	1.12%	
黄焱	国泰	国泰金鹏 基金金鑫	3.6	0.56%	0.69%		0.28%
侯清耀	易方达	易方达科讯 易方达平稳	3.3	0.44%	0.56%	0.46%	
朱少醒	富国	富国天惠 基金汉盛	3.3	0.40%	0.52%	0.00%	
林彤彤	汇丰晋信	汇丰龙腾 汇丰大盘	3.4	0.43%	0.26%		0.24%
李昇	银河	银河成长	3.3	1.91%	0.79%	0.47%	0.29%
周力	博时	基金裕阳	4.1	1.01%	0.28%	0.23%	0.17%

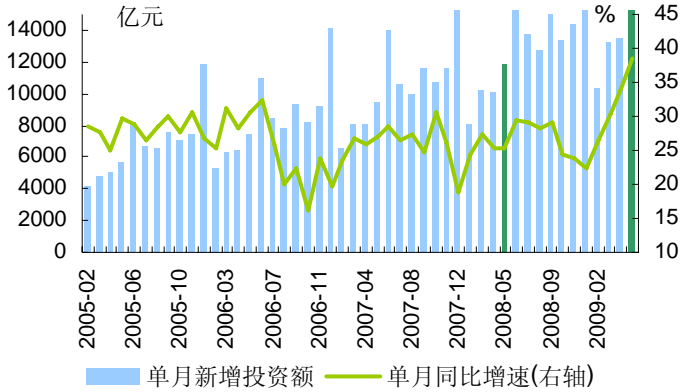
来源: 国金证券研究所

## 1.2 驱动因素渐由估值转为盈利, 基金组合立足中等偏上风险

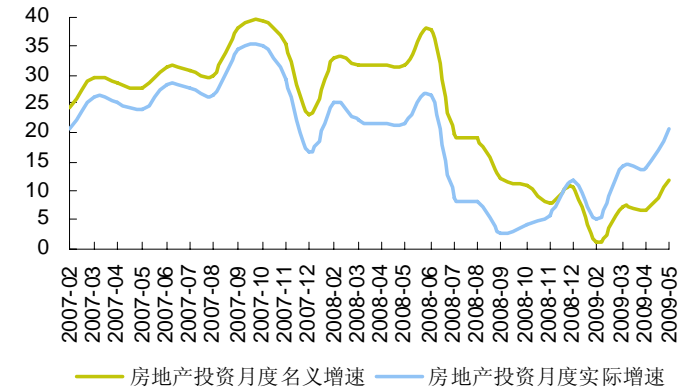
- 投资助推中国经济强劲反弹: 由于中国的金融体系相对封闭, 商业银行的资产负债表良好, 此次全球经济危机对中国的影响主要体现在外需而非金融体系上, 这也正是中国采取加大政府投资力度、“以内需补外需”的核心出发点, 并带动整体经济的强劲反弹。从政府主导行业的投资来看, 1-5月铁路运输业同比增长 110.9%, 电力热力的生产与供应业同比增长 20.5%, 水利环境和公共设施管理业同比增长 60%。在政府投资拉动及信贷支持下, 我国的工业投资持续高速增长, 5 月份第二产业投资同比名义增速 32.3%, 实际增速 42.42%, 已经高于 07 年的最高水平。尽管立足长远投资如此快速增长趋势不能维持, 但一方面短期来看, 由于地方政府和银行资金配套的滞后, 政府投资阶段仍将维持高水平, 并在宽松信贷支持下带动工业投资继续增长; 另一方面, 政府依然保持调解投资节奏的能力 (如 1.18 万亿中央预算中今年第二批投资仅有 700 亿), 因此预期政府投资及工业投资未来回落或将缓慢且平滑。此外, 在政府降息减税等一系列刺激政策的影响下, 房地产销售回暖明显, 目前主要城市的销售去化周期已经回落至 6 个月左右的正常水平, 相应的房地产投资回升明显, 5 月份同比增长 12%, 剔除物价因素后实际增速更是达到了 20.7% 的水平。而

且，政府日前将房地产开发投资的资本金比例由原来的 35% 大幅下调至 20%，加之充裕流动性或向房地产市场的分流，从供需两方面都有利于后续房地产投资的进一步回复，预计下半年的房地产投资将会优于上半年。综合上述政府投资、工业投资和房地产投资情况分析，我们认为尽管下半年固定资产投资增速将缓慢回落，但仍存超预期的可能，且使得全年固定资产投资仍将保持较高水平。

图表3: 固定资产投资名义增速(单月)情况



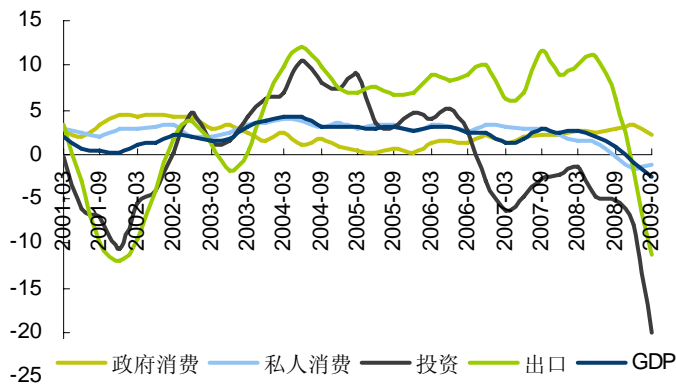
图表4: 房地产投资同比增速变化情况



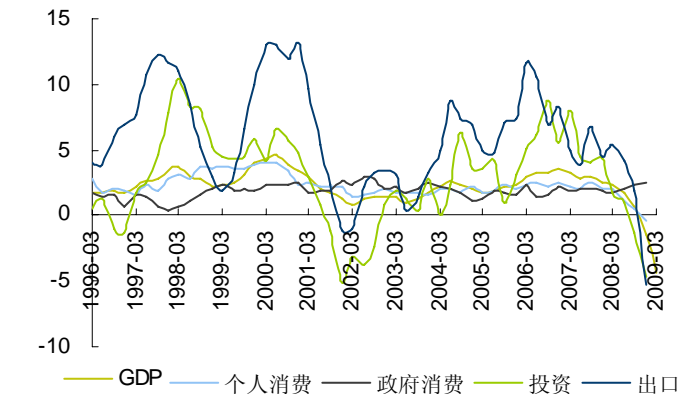
来源: 国金证券研究所

- 外部经济逐渐探底缓步复苏: 中国经济的强劲反弹加速了新兴市场间的贸易循环(拉美、非洲和中东为主进行资源品输出, 以中国等东亚国家为主则进行制造品输出), 从而一定程度促进新兴市场国家的经济回暖。发达经济体方面, 美国经济在一系列庞大经济刺激政策的刺激下正在度过最艰难的时刻, 未来或将逐渐企稳回升: 其一, 房地产市场销售去化周期大幅下降, 同时新房开工数据也呈现回升态势, 房地产市场的调整接近尾声; 其二, 信贷市场逐渐解冻, 商业银行的信贷增速(同比)已经连续 2 个月回升; 其三, 消费增速降幅收窄, 零售数据摆脱单边下跌呈现震荡反弹势头。相比之下, 欧盟及日本经济复苏相对滞后, 但在中国经济强劲反弹刺激及美国经济复苏的拉动下, 其经济也将滞后于美国逐步企稳。正如前所述, 世界银行将 2009 年全球 GDP 增速预期由 4 月份的负 1.7% 进一步下调至负 2.9%, 但同时预期全球 GDP 增长在 2010 年将回升至 2%、2011 年达到 3.2%。在此背景下, 立足下半年, 一方面从中国看出口形势依然谨慎乐观, 尚难在经济增长中扮演重要角色, 另一方面从全球看新兴市场以及大宗商品仍将是流动性阶段关注的重点。

图表5: 美国支出法 GDP 走势



图表6: 欧盟支出法 GDP 走势



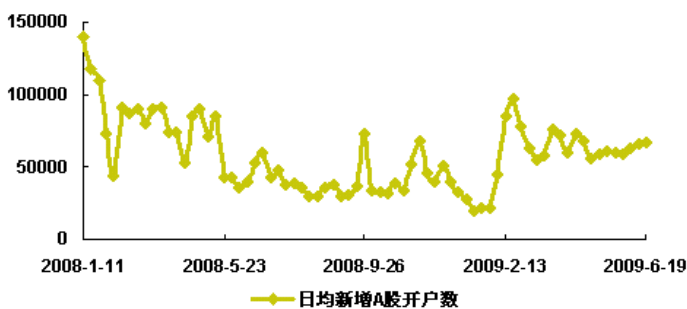
来源: 国金证券研究所

- 流动性充裕格局短期难打破: 央行 2009 年 1 季度货币政策执行报告显示, 对于一季度快速增长的信贷, 央行认为“各类贷款快速增长有利于促

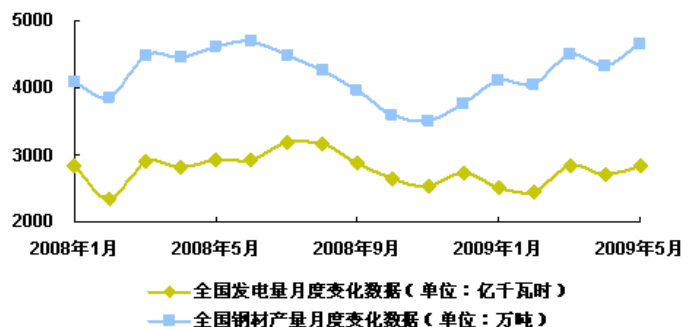
进经济平稳较快发展”，并强调仍将“坚定不移的落实适度宽松的货币政策”、并“继续保持银行体系流动性的充裕”。与此同时，银行体系流动性依然十分充裕，并使的今年以来银行间市场同业拆借利率水平持续维持低位。尽管随着政府投资资金的缓慢回落，未来信贷高增速或将缓慢回落，但考虑到银行充裕的资金储备以及调整存款准备金率等潜在货币政策空间的支持，整个国民经济体系中流动性供应继续保持充裕。回到 A 股市场，随着股指反弹下财富效应的再度显现，居民投资理财热情再度上升，不仅 A 股日均新增开户数 2 月份以来一直维持在相对较高的水平，且今年以来（截止 6 月 24 日）发行设立的股票型及混合型基金产品共募集资金近 900 亿元，平均发行规模达到 26 亿元，户均认购份额 8 万元，个人投资者参与度保持较高水平，且当前基金发行依旧保持较为密集的节奏。这一点在央行 5 月份发布的二季度全国城镇储户问卷结果中也找到类似答案，问卷结果显示尽管 47% 的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”（比例比上季提高 9.5 个百分点，升至历史最高），但与此同时选择“更多投资”的居民占比升至 37.9%，连续两个季度增加，累计提高 8.8 个百分点。因此，尽管 IPO（尤其是大盘股 IPO）以及大小非解禁会阶段引发供给压力，但总体来看下半年 A 股市场流动性充裕格局不会打破，在进一步推高资源与资产价格的同时，也将给货币政策带来越来越大的压力。

- 市场驱动力从估值渐转盈利：由于充裕流动性以及宏观经济复苏下市场信心的恢复，A 股市场今年来持续走强，如图表 1 所示上证指数反弹幅度已经达到 58.20%（截止 6.19），A 股市场的估值水平也不断提高，从年初的 17 倍左右上升至 26 倍左右的水平，局部甚至出现估值泡沫，流动性推动下估值水平修复俨然是上半年股价上涨的主要驱动力。不过，与投资助推中国经济强劲反弹相对应，则是发电量和钢材产量的缓步恢复，1-5 月份全国发电量合计 13362.80 亿千瓦时，同比下降 3.27%，钢材产量合计 21658.79 万吨，同比增长 0.74%，这显示微观层面企业生产恢复并未不如宏观经济数据那么乐观。进一步从财税角度对微观实体经营情况加以印证分析显示，今年前五个月企业所得税收入同比增速分别为 -24.8%、4.7%、13.5%、-27%、-8.9%，印证了企业盈利恢复情况亦滞后于宏观经济。探究微观层面滞后宏观经济的原因，即包含前期企业存货消化的影响因素，亦包含宏观调控支持的结构性差异影响。由此探查下半年，一方面存货消化下生产恢复对盈利增长贡献增加，另一方面从经济周期角度分析，随着经济见底复苏，企业盈利情况也将自上游产业向中下游逐步回升。因此，在价格一定程度走在盈利增长恢复之前的背景下，下半年驱动股价进一步上涨的动力将逐渐由流动性推动下的估值提升逐渐转至微观基本面改善带来的盈利增速反弹。

图表7: A 股日均新增开户数变化情况



图表8: 发电量及钢材产量变化比较



来源：国金证券研究所

- 综上所述，在外部经济逐渐探底缓步复苏、投资助推中国宏观经济强劲反弹、流动性阶段保持充裕等积极因素的推动下，A 股市场乐观趋势有望阶段延续，较高的估值水平仍具备进一步提升空间。不过我们也要看到，微观数据指标滞后宏观数据也显示经济复苏前景也并非一马平川，复苏迷雾

的彻底散去尚需要进一步的指标来印证，且随着估值再度提高以及宏观经济复苏下微观层面盈利能力的逐步体现，下半年驱动股价上涨的动力将逐渐转至微观基本面改善带来的盈利增速反弹，但同时高估值下市场承受压力弹性的降低也使得股指的预期波动幅度进一步加大。因此，对于下半年选择股票及混合型基金的投资者而言，建议初期将基金组合定位在中等或中等偏上的风险水平，并密切跟踪流动性、估值水平以及宏观微观数据的变化情况等，对基金投资的选择策略及组合风格进行积极灵活的转换调整。

### 1.3 顺应市场驱动转换脉搏，灵活调整组合风格特征

#### 1.3.1 持仓风格特征：从大盘蓝筹向中小盘成长风格逐渐转换

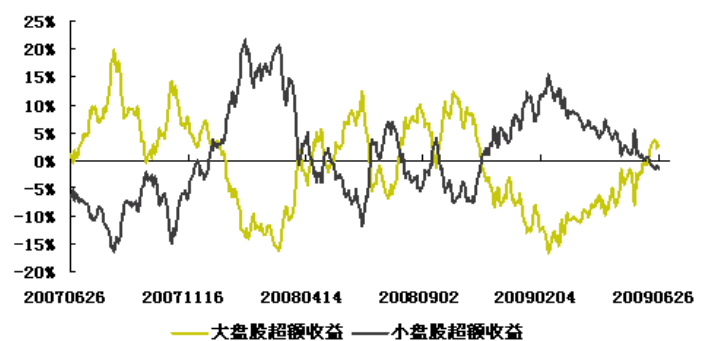
- 截止 2009 年 6 月 19 日，积极投资权益类开放式基金今年来净值加权平均增长 44.63%，较同期上证指数落后 13.57%，即使考虑仓位因素股票投资业绩预计也仅与市场指数基本相当，与前述基金年均相对上证指数超额收益 9.22% 的历史形成鲜明反差。是基金失掉了市场话语权么？其实不然，我们看到尽管政府大力鼓励发展机构投资者，但在优秀业绩支撑下基金规模亦得到快速发展，基金持股占市场流通市值的比例近一年来一直稳定在 10%~20% 的高水平，牢牢占据市场主力机构投资者地位（尤其是考虑部分可流通股并非真正上市流通的因素），基金并未真正丧失市场话语权。
- 我们倾向于从风格轮换角度去看待这一现象，实际上 A 股市场存在一定的风格轮换特征，上半年 A 股市场整体以中小盘股为主导，基金行业整体侧重配置的大盘股整体表现（尤其是一季度）落后于中小盘股，这在一定程度上影响了基金的相对业绩表现。这一现象二季度开始发生转变，大盘蓝筹股逐渐占据市场主导，二季度积极投资权益类开放式基金（截止 6.19）加权平均净值增长 17.79%，落后同期上证指数 3.59%，考虑到仓位因素股票投资业绩略好于股票市场（一季度积极投资权益类开放式基金加权平均上涨 22.66%，落后同期上证指数 7.68%）。这一点在大小盘股的超额收益比较上亦得到反映，如图表 10 所示，步入二季度大盘股相对小盘股超额呈现明显的上升趋势。
- 我们认为大盘股相对中小盘股超额收益的上升趋势仍将阶段保持，一方面估值水平比较显示，无论是市盈率还是市净率水平（参考朝阳永续的一致性盈利预期），以上证 50、中证 100 等为代表的大盘股指数的 2009 年动态估值水平相对整个市场（尤其是中小板指数）仍保持一定的比较优势；另一方面，在流动性保持充裕的局面下，大盘股的流动性优势也将带来一定的“溢价”。不过，由于大盘股成长性一般，估值优势随着时间推移下上市公司业绩成长性的逐步释放（如进入四季度逐步转用 10 年业绩进行估值）而降低。因此，建议下半年在基金风格选择上立足大盘蓝筹风格，并随着时间推移逐步向中小盘风格转换。

图表9：不同风格指数估值水平比较

名称	2008PE	2009PE	2010PE	2008PB	2009PB	2010PB
流通 A 股	28.83	23.18	19.27	3.31	3.00	2.70
上证指数	26.51	21.99	18.51	3.2	2.90	2.61
沪深 300	24.80	21.07	17.73	3.17	2.86	2.56
中证 100	23.37	20.15	17.13	3.11	2.80	2.51
上证 50	21.55	19.43	16.67	3.04	2.73	2.44
中小板指	40.77	30.36	23.59	4.69	4.22	3.74

来源：国金证券研究所 朝阳永续

图表10：大小盘股超额收益比较





- 综合上述分析，本文从基金长期持股偏好（与管理人选股倾向、产品规模等因素有关）、基金产品设计定位、操作风格相对灵活产品近阶段持股特征等角度选取持股相对具有大盘股风格和中小盘股风格特征的基金产品，供投资者选择参考（由于指数基金风格特征鲜明，本文在产品列举中未包含指数基金）。当然，由于各产品风险特征具有一定的差异，投资者需要根据自身的风险定位选择适合的产品，另持股特征分析基于历史信息披露，投资者需及时根据基金信息披露来定位基金的持股风格特征。

图表11: 大盘风格基金产品

长期持股风格相对侧重大盘股	产品定位持股风格相对侧重大盘股	操作相对灵活、阶段持股侧重大盘股	
产品名称 国金分类	产品名称 国金分类	产品名称	产品名称
博时主题 股票型	交银蓝筹 股票型	华夏行业 股票型	
长城消费 股票型	南方盛元 股票型	友邦盛世 股票型	
景顺增长 股票型	华宝大盘 股票型	鹏华价值 股票型	
兴业趋势 混合-灵活配置型	招商大盘 股票型	国投核心 股票型	
交银稳健 混合-灵活配置型	光大量化 股票型	招商成长 股票型	
大成稳健 混合-积极配置型	华夏蓝筹 混合-灵活配置型	富国天瑞 混合-灵活配置型	
宝康配置 混合-灵活配置型	广发大盘 混合-灵活配置型		

来源：国金证券研究所

图表12: 中小盘风格基金产品

长期持股风格相对侧重中小盘股		产品定位持股风格相对侧重中小盘股	
产品名称	国金分类	产品名称	国金分类
华夏成长 股票型		方达中小盘 股票型	
方达成长 股票型		金鹰中小盘 股票型	
中银增长 股票型		广发小盘 股票型	
嘉实服务 股票型		嘉实增长 股票型	
信诚成长 股票型		合丰成长 股票型	

### 1.3.2 行业配置特征：从侧重上中游向中下游行业配置逐渐转换

- 在全球经济逐渐探底复苏以及充裕流动性的助推下，上半年原油、原材料等大宗商品价格的企稳反弹，上游行业亦最先感受到“经济复苏”的温暖。下半年，随着宽松的货币环境以及由此带来流动性充裕局面的延续，经济复苏预期与潜在通胀预期有望继续大幅推高资源品与资产价格，黄金、工业金属、煤炭等重点上游行业及房地产行业将继续受益。不过，前以叙及，随着政策刺激效应的继续发酵，企业生产开始出现滞后复苏的情况，企业盈利情况也将自上游产业向中下游逐步回升，这将使得中游投资品重新获得更多的关注。同时，在目前市场的估值结构中，中游投资品也体现出一定的相对估值优势，因此我们认为在下阶段中游投资品有望获得超额收益，主要受益行业如钢铁、工程机械、重卡等行业。
- 如果把眼光放得更长远些，中国经济转向内需型增长，既是全球经济结构调整的需要，也是自身实现可持续发展的需要。从政策方面看，加强社会保障、鼓励消费补贴等措施的出台实施，亦均说明政府已经重视经济结构向内需转型。因此，立足中长期，政策积极引导、内部经济恢复下消费能力增强、全球经济逐渐复苏下出口逐渐好转以及经济复苏后货币政策收缩预期上升等因素都将促进消费服务等下游行业实现超额收益，其中重点受益行业包括医药、食品饮料、零售、旅游、家电以及出口型消费品等等。
- 综合上述分析，建议下半年从行业配置特征入手进行基金投资选择时，基金/基金组合的行业配置特征从相对侧重上中游逐渐向侧重中下游特征转化。本文从利用一季报对基金行业配置特征进行区分，并优选出部分优质产品供投资者选择参考。同样，由于各产品风险特征具有一定的差异，投资者需要根据自身的风险定位选择适合的产品，另持股特征分析基于历史信息披露，投资者需及时根据基金信息披露来定位基金的行业配置特征。

图表13: 行业配置侧重上中游特征基金

产品名称	国金分类	产品评级	基金经理
方达成长	股票型	★★★★★	陈志民 何云峰
友邦盛世	股票型	★★★★★	梁丰 郭楷泽
大成价值	股票型	★★★★★	何光明
荷银精选	股票型	★★★★★	刘青山
易方达科讯	股票型	★★★★★	侯清濯
景顺增长	股票型	—	王鹏辉
国投创新	股票型	—	徐炜哲
银华领先	股票型	—	况群峰 王志勇
德盛优势	股票型	—	陈苏桥
交银稳健	混合—灵活配置型	★★★★★	郑拓

来源: 国金证券研究所

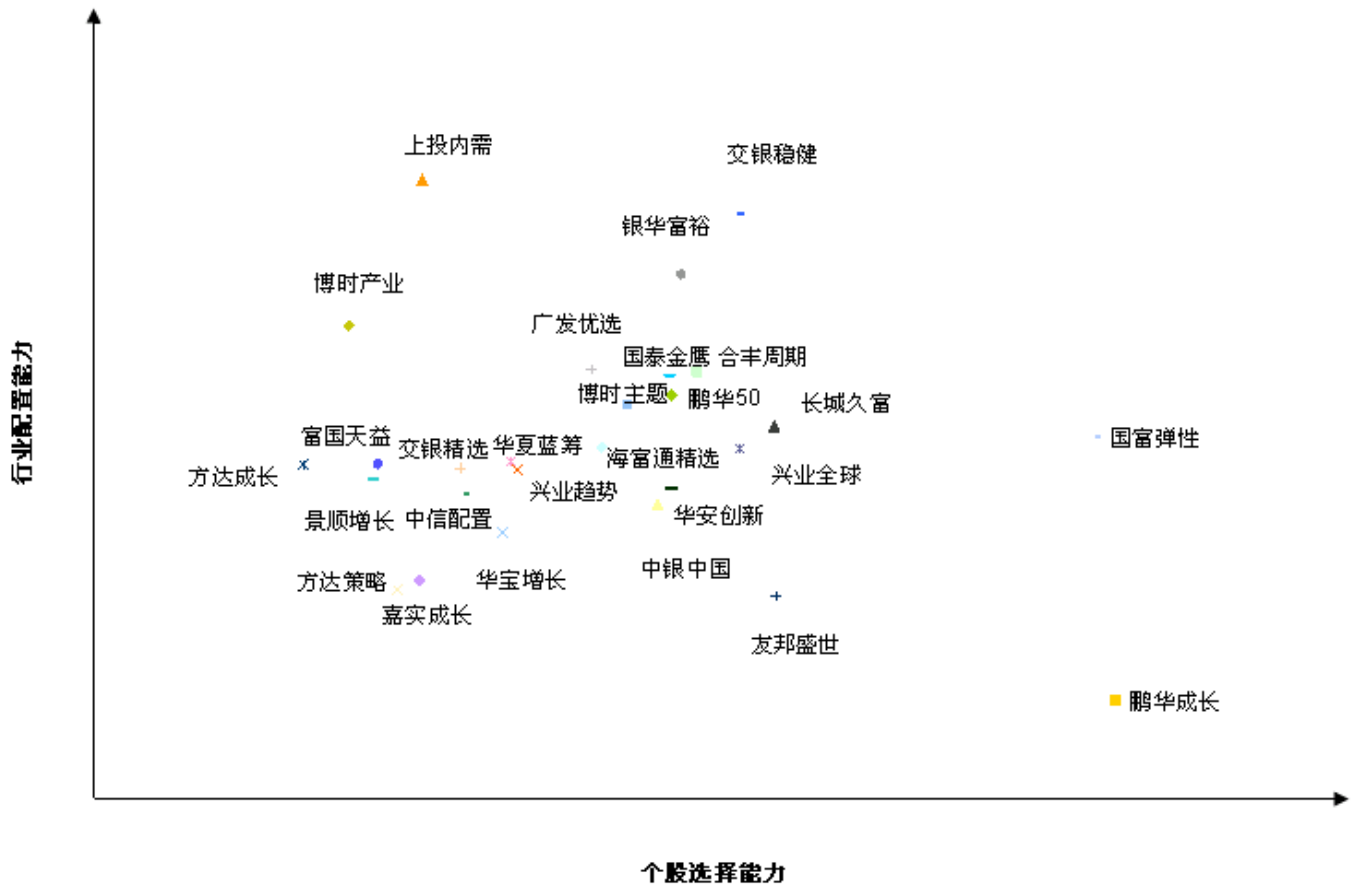
图表14: 行业配置侧重中下游特征基金

产品名称	国金分类	产品评级	基金经理
兴业全球	股票型	★★★★★	董承非
华夏复兴	股票型	★★★★★	孙建冬
宝康消费品	股票型	★★★★★	闫旭
长城消费	股票型	★★★★★	杨军
博时产业	股票型	★★★★★	邹志新
南方价值	股票型	—	谈建强
富国天益	股票型	★★★★★	陈戈
上投内需	股票型	★★★★★	王孝德
信诚蓝筹	股票型	—	岳爱民 张锋
鹏华 50	混合—积极配置型	★★★★★	黄鑫

### 1.3.3 管理人能力特征: 从优秀行业配置能力向个股选择能力逐渐转换

- 产品持仓风格具有一定的“静态”特征, 需密切跟踪了解基金持仓结构变化, 本章节将从基金管理人操作能力这一“动态”角度出发, 探讨下半年基金选择思路。
- 2008年, 随着07年A股市场的过度上涨, “择时”(即大类资产配置)成为影响基金相对业绩的重要因素。进入2009年, 在“保增长、扩内需、调结构”目标引导下, 包括石化、钢铁、汽车、造船等在内的十大产业振兴陆续出台, 作为刺激经济发展、转变经济结构的重要举措, 上述政策在加快推动产业结构的调整的同时, 也改变了相关行业间的发展节奏及竞争格局, 而证券市场进一步放大了行业间结构和节奏变化的特征, 基金的行业配置选择能力成为影响上半年基金间业绩差异的重要因素。
- 不过, 如前所述, 随着企业盈利滞后于宏观经济反弹, 股价进一步上涨的驱动力由估值提升逐渐转至微观盈利增速反弹, 对于企业盈利能力的识别判断对基金业绩的影响也将随之逐渐提升, 尤其是在股票价格一定程度走在盈利增长恢复之前的背景下, 市场对于股票盈利判断的差异将引起股价的大幅波动。
- 综上所述, 随着下半年市场驱动因素的变化, 影响基金业绩的敏感因素预期将从行业配置选择逐渐向个股选择转化, 因此在进行基金选择/构建基金组合时所关注的核心能力因素亦建议从行业配置能力向个股选择能力转化。本文通过比较基金行业和重仓股过去两年的相对收益情况, 对基金的行业配置和选股能力进行比较, 同时结合国金基金产品评级和基金经理评级进行进一步的优选区分, 以供投资者选择参考。
  - ◆ 基金行业配置能力指标 =  $\Sigma$  (季度 i 行业配置按季报披露占资产净值比例计算下季度加权平均涨幅) / 8。其中, 选取季报为 2007 年二季报 ~ 2009 年一季报。
  - ◆ 基金选股能力评价指标 =  $\Sigma$  (季度 i 重仓股按季报披露占资产净值比例计算下季度加权平均涨幅) / 8。其中, 选取季报为 2007 年二季报 ~ 2009 年一季报。
  - ◆ 在具体比较过程中, 一方面剔除持股集中度过低、重仓股不能较好代表管理人选股能力的基金, 另一方面剔除因股票长期停牌对选股能力评价指标的影响。另外, 剔除近期基金经理发生调整、计算指标不能很好反应该管理人投资管理能力的基金。

图表15: 优秀基金产品管理人能力特征比较



来源: 国金证券研究所

## 第二部分：此消彼长，价值犹在——固定收益类开放式基金投资操作策略篇

- 尽管下半年 CPI 回升预期下债市收益率逐渐呈现上升趋势，但充裕流动性供给亦使得上行空间预期有限，债市仍将更多呈现高位震荡特征。参考过去三年网下申购收益情况，新规则下参与网下申购（尤其是大盘股）仍有助于债券基金适当提高收益。
- 综合对债券市场环境、收益率水平以及 IPO 重启对债券基金影响的分析，我们认为下半年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年收益率可以达到 4%~6% 的水平（其中新股申购贡献 2% 左右收益），仍可以作为定期储蓄的升级替代品种。
- 货币市场利率水平进一步下降的空间有限，新股（尤其是大盘股）发行对机构的吸引力将引起期间拆借利率的向上波动，亦有助于货币市场基金阶段提高收益。因此，预期下半年货币市场基金的收益率水平将逐渐走出低谷，维持货币市场基金年收益率水平在 2.0%±0.5% 左右的预期。

### 2.1 债券型开放式基金投资操作策略：债基后续喜忧参半，仍具保值增值能力

#### 2.1.1 债券基金是长期资产配置的重要选择

- 根据国金基金分类，债券型基金主要分为普通债券型、新股申购型和完全债券型。从其表现来看，投资于股票二级市场的普通债券型基金的收益与股指的相关性较高，在 2006 年、2007 年有较高的正收益，而 2008 年因股市下跌也有一定的亏损；新股申购型基金近年来无论市场处于牛市还是熊市期间，均获得了正收益，且收益率跑赢了 CPI 和一年期存款利率。
- 总体上看，相对于股票市场，债券市场的风险收益水平较低，其收益率相对稳定，债券型基金也具备低风险低收益的特征，长期看是稳健投资者和资产配置的一个重要选择。

图表 16：债券型基金历史收益情况统计

	09 年上半年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
债券—普通债券型	6.29%	-0.94%	26.77%	29.08%	8.5%
债券—新股申购型	1.33%	8.91%	22.97%	10.77%	8.47%
债券—完全债券型	-0.09%	5.8%	10.62%	9.52%	8.4%
一年期定期存款利率	2.25%	3.87%	4.14%	2.52%	2.25%
CPI	-0.90%	5.90%	4.80%	1.50%	1.80%

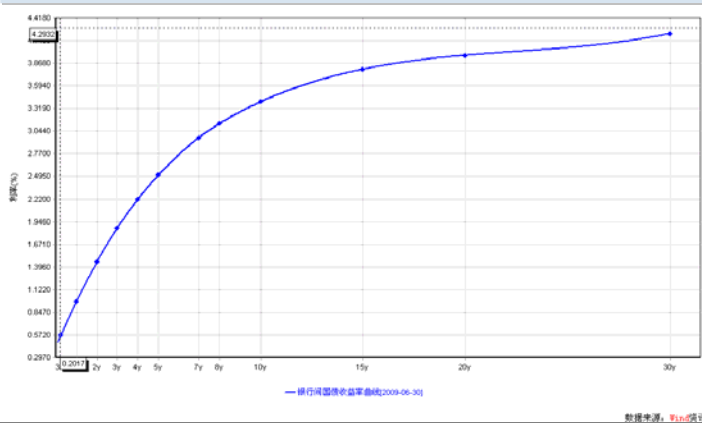
注：一年期定期存款利率采用当年最高利率；2009 年 CPI 采用 1—5 月份数据。

来源：国金证券研究所

#### 2.1.2 债市阶段上下两难，或将维持高位震荡

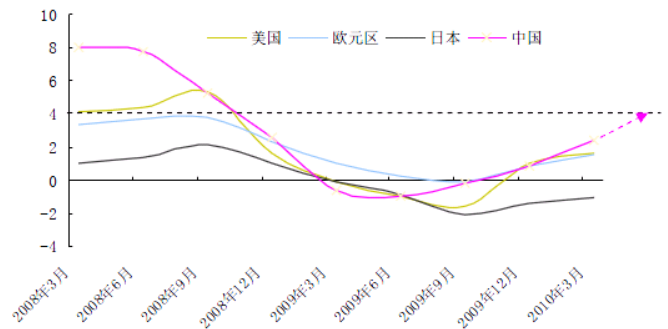
- 通胀脚步缓、预期强：持续宽松的货币政策增强了全球范围通胀的预期。国内情况亦然，随着下半年同比基数的下降，CPI 同比降幅将持续收窄，且国际大宗商品价格的上升和国内充裕货币供给也支持物价的回升，预计下半年 CPI 将逐渐转为正值。不过，在过剩产能尚需要进一步消化对价格传导的抑制作用下，CPI 上涨预期将比较温和，较为明显的通胀压力或将在 10 年才会真正体现（具体情况尚需视后续货币政策节奏），但可以明确的是进一步降息的空间已然十分有限，债券市场的收益率水平下半年具备逐渐回升的动力。

图表17: 银行间国债收益率曲线 (2009年上半年末)



来源: 国金证券研究所 BLOOMBERG wind 资讯

图表18: 主要经济体 CPI 预测



- 流动性制约债市收益率上行空间: 前以叙及, 央行强调仍将“坚定不移的落实适度宽松的货币政策”、并“继续保持银行体系流动性的充裕”, 同时银行体系流动性依然十分充裕, 加之考虑到下半年逾 2 万亿公开市场操作到期 (60%三季度到期), 下半年整体流动性储备依然充裕。尽管实体经济复苏、股市财富效应以及 IPO 重启等影响下直接流入债市资金量, 但充裕的流动性储备将一定程度制约债市收益率的上行空间。
- 综合上述对流动性供应以及 CPI 走势的分析, 我们认为下半年债市收益率将逐渐呈现上升趋势, 但上升空间有限, 债市仍将更多呈现高位震荡特征, 在享受利息收入的同时, 对债市阶段机会的把握热仍将是债市投资业绩表现的重要影响因素。券种方面, 过去半年, 随着企业存货消化及生产的逐步恢复, 市场对信用债溢价水平的要求降低, 信用利差不断缩小, 信用类债券成为投资者提高收益的重要投资品种, 目前 3~5 年期高信用等级债券间信用利差 (相对金融债) 已经降至 80BP 上下, 进一步下将空间甚微, 中信用等级债券间信用利差降至 150BP 上下, 仍具备小幅下降空间, 当然需要承担的风险亦上升; 而从规避风险角度出发, 浮息债具备较强的抵御利率风险的能力。

### 2.1.3 发行新规降低机构 IPO 申购收益, 网下申购仍有助债基适度提高收益

- A 股市场由于新股发行价格与上市交易价格之间存在一定的安全空间, 因此新股申购一直是债券基金提升收益的重要渠道。不过, 与以往不同, 6 月 11 日证监会发布实施了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》(以下简称《意见》), 对债券基金收益影响而言, 核心内容包括如下三个方面: 完善询价和申购的报价约束机制, 形成进一步市场化的价格形成机制; 优化网上发行机制, 将网下网上申购参与对象分开, 任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购; 对网上单个申购账户设定上限, 发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况, 合理设定单一网上申购账户的申购上限, 原则上不超过本次网上发行股数的千分之一, 且单个投资者只能使用一个合格账户申购新股。
- 对于上述三方面内容我们认为, 在国内债券基金平均规模 15 亿元 (20% 申购新股资金 3 亿元), 千分之一的申购限制使得网上申购对债券基金这样规模的机构投资者而言贡献十分有限 (如 100 亿元的网上发行规模单一基金申购资金仅能为 0.1 亿元, 仅占前述债基平均规模的 0.67%), 网下申购将成为债券基金选择的主要方式, 而新股发行的进一步市场化定价则从长期有助于降低新股发行的“安全收益”。
- 参考过去三年网下申购收益情况, 并对后续新股网下申购的不同情形测算显示, 采取相对谨慎的预期下 (按 0.3%~0.5% 的中签率、上市流通首日收盘价计算平均收益率 20% 计算年化收益率在 3.13%~5.21% 区间), 参与网下申购 (尤其是大盘股) 仍有助于债券基金适当提高收益。不过需要注意的是, 网下申购并非完全无风险, 锁定期间 (3 个月) 市场价格的大幅波动可能导致“破发”, 这将加大债券基金净值的波动。

图表19: 过去三年新股网下申购情况比较

	中签率	上市流通首日收盘 价计算收益率	7日年化收益 率	盈利比例
2008年	1.30%	37.21%	7.82%	69.74%
2007年	0.81%	165.50%	59.96%	99.18%
2006年	0.54%	108.55%	62.05%	100%

来源: 国金证券研究所

图表20: 按7日计算新股网下申购年化收益率测算

	平均收益率 10%	平均收益率 20%	平均收益率 50%	平均收益率 100%
0.3%中签率	1.56%	3.13%	7.82%	15.64%
0.5%中签率	2.61%	5.21%	13.04%	26.07%
1%中签率	5.21%	10.43%	26.07%	52.14%

### 2.1.4 债基仍具保值增值能力，辨别风险收益差异区别选择

- 基于上述对债券市场环境、收益率水平（包括信用类债券）以及 IPO 重启对债券基金影响的分析，我们认为下半年稳健操作的新股申购型债券型基金预期年化收益率可以达到 4%~6%的水平（其中新股申购贡献 2%左右收益），仍可以作为定期储蓄的升级替代品种。
- 在预期债市收益率或将小幅上升的背景下，建议绝对低风险偏好投资者在期限选择上适当收缩期限，侧重持仓久期中/中短或者适当配置浮息债的产品，如华夏债券基金、中海稳健收益、建信稳定增利、嘉实债券基金等产品；适度进取操作思路下可关注博时稳定价值、工银信用添利、富国天利增长、交银施罗德增利等在信用类债券上持仓比例较高且历史业绩持续稳定优秀的债券-新股申购型产品；而考虑到 A 股市场乐观趋势有望阶段延续，较高的估值水平仍具备进一步提升空间，具备适当风险承受能力投资者在债券基金选择上可适当增持参与二级市场股票投资的债券-普通债券型基金。

图表21: 重点推荐债券型基金一季度末持仓结构（表中比例为占资产净值比例）

基金名称	股票	债券					
		债券类合计	国家债券	金融债	央行票据	企业债	可转债
工银信用添利	0.17%	121.00%	1.56%	71.16%	—	30.50%	17.79%
富国天利增长	0.03%	98.43%	12.30%	16.47%	19.95%	37.70%	12.01%
博时稳定价值	—	98.46%	17.78%	49.12%	—	31.56%	—
交银施罗德增利	0.01%	102.96%	1.05%	28.20%	20.00%	47.29%	6.43%
华夏债券基金	—	95.56%	9.05%	54.57%	6.66%	22.96%	2.31%
中海稳健收益	0.06%	96.12%	15.26%	51.37%	5.66%	23.83%	—
建信稳定增利	0.01%	92.04%	26.45%	16.89%	20.39%	20.81%	7.50%
嘉实债券基金	0.05%	109.78%	44.23%	18.92%	13.16%	19.45%	14.01%

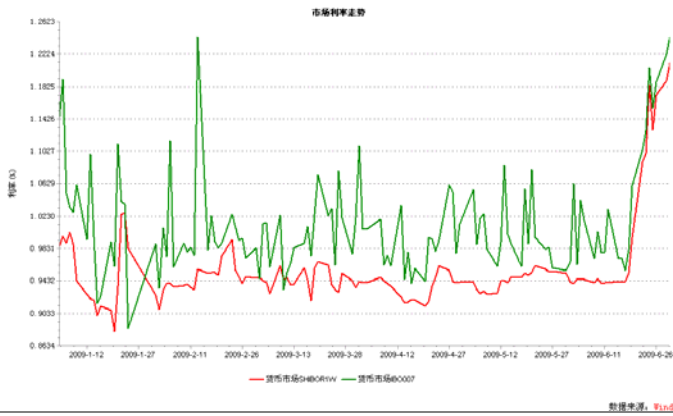
来源: 国金证券研究所

### 2.2 货币市场基金投资操作策略：收益率有望逐渐走出低谷

- 在充裕流动性作用下，09年上半年银行间7天期拆借利率（shibor）维持在 0.95%的低位水平，货币市场基金在“消耗”掉前期浮盈之后收益率水平亦快速下降，最低达到 1%左右创下新低，整体来看货币市场基金上半年平均收益率 1.41%（不含 B 级），与年初预期一致。
- 不过，较之上半年，货币市场基金的收益率水平下半年有望逐渐走出低谷。究其原因，一方面，仍以银行间7天期拆借利率（SHIBOR）为例，0.95%的低利率水平与当前 0.72%的超额存款准备金利率水平相差很小，这意味着货币市场利率进一步下降的空间十分有限；另一方面，新股（尤其是大盘股）发行对机构的吸引力将引起期间拆借利率的向上波动（中国石油、北京银行、建设银行、中国神华、中煤能源等大盘股发行期间7天期 SHIBOR 均冲高到 5%以上，其中中国石油发行期间7天期 SHIBOR 更是突破 10%，且尽管发行规则调整但 IPO 重启首日股票桂林三金发行亦

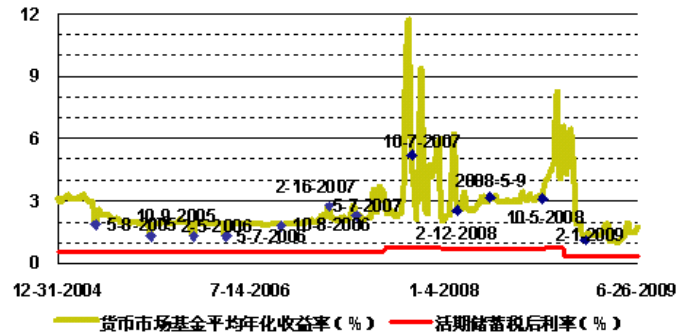
引起货币市场利率的向上波动) 也有助于货币市场基金阶段提高收益, 如图表 23 所示货币基金 2007 年三季度~2008 年一季度期间收益率的向上巨幅波动正是由于大盘股发行引发的货币市场利率高企所致。

图表22: 上半年货币市场利率走势比较



来源: 国金证券研究所 wind 资讯

图表23: 货币基金收益率曲线及与活期利率比较



- 综上所述, 下半年货币市场基金的收益率水平有望逐渐走出低谷, 我们维持年初对于货币市场基金年收益率水平在 2.0%±0.5%左右的预期(上半年收益率水平落在预期区间的下沿), 但下半年收益率水平有望达到甚至超过上述期间的中值。
- 产品选择方面, 货币市场基金“影子定价”与“摊余成本法”确定的基金资产净值偏离度可以作为选择货币市场基金的重要参考指标。偏离度越高表现基金手中资产“浮盈”越高, 其维持甚至提高目前收益率水平的潜力越大。参考一季报偏离度数据、历史收益及稳定性、流动性等, 建议下半年侧重关注华夏现金、华安富利、建信货币、海富通货币、南方增利、国泰货币等“双高一—高偏离度、高收益”的货币市场基金。

图表24: 重点关注货币市场基金情况比较

基金名称	一季度末规模(亿元)	六月年化收益率	二季度季度		上半年		一季度“影子定价”与“摊余成本法”确定的基金资产净值的偏离		
			年化收益率	收益率标准差	年化收益率	收益率标准差	最高	最低	均值
华夏现金	268.41	1.536%	1.984%	1.917%	1.826%	2.583%	0.46%	0.31%	0.39%
华安富利	142.65	1.490%	1.558%	0.404%	1.638%	1.403%	0.45%	0.29%	0.35%
建信货币	81.64	2.033%	1.498%	0.779%	1.551%	2.300%	0.44%	0.22%	0.36%
海富通货币	97.42	1.648%	1.343%	0.494%	1.442%	3.080%	0.34%	0.15%	0.25%
南方增利	149.08	1.727%	1.491%	0.575%	1.447%	2.547%	0.31%	0.21%	0.26%
国泰货币	91.40	1.880%	1.477%	0.865%	1.518%	1.202%	0.42%	0.21%	0.33%

注: 同业样本不包括久期设置较短的上投摩根货币市场基金及各货币市场基金的B级。

来源: 国金证券研究所

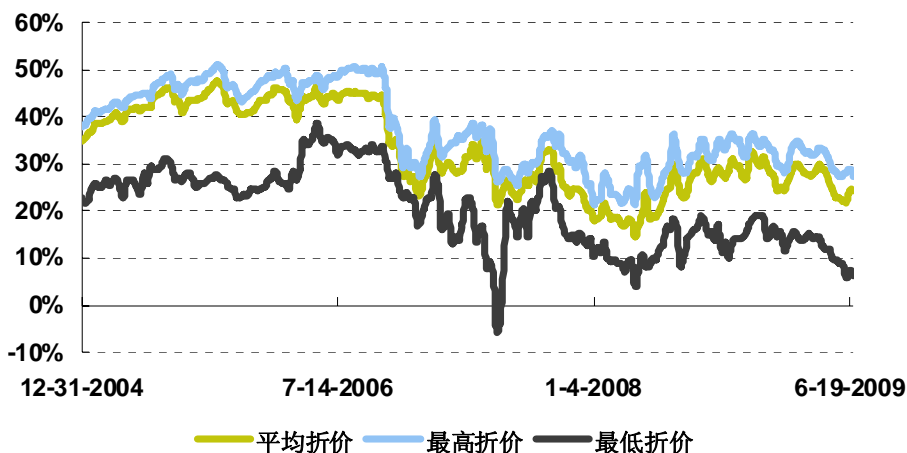
### 第三部分：折价吸引力降低，分红尚需要积累——封闭式基金投资操作策略篇

- 传统封基无论是折价率还是到期年化收益率处于相对较低水平已是不争事实，尽管仍保留一定的“双向”弹性空间，但预期在市场的进一步上涨下折价水平或有进一步小幅下降空间（或维持当前折价水平），而市场下跌将带来折价水平的大幅攀升，建议下半年对于传统封闭式基金进行平配或者适当低配，比较而言剩余存续期 4~6 年产品具有一定的相对优势。
- 封基分红历史包袱犹在，即使考虑二季度市场上涨带来可分配收益的增加，封基年底再现大规模、大比例分红行情亦需要下半年股指进一步上涨的支撑。而由于半年度并无强制性分红要求（包括是否分红、分红比例），相关题材建议谨慎参与。

#### 3.1 传统封基折价水平偏低，侧重剩余 4~6 年产品

- 进入二季度以来，传统封闭式基金市场价格表现领先净值，整体折价率不断降低，截止上半年末传统封闭式基金（不含年内转开放的基金金盛）平均折价 24.49%，处于过去一年的低位水平。诚然，封闭式基金市场的相对缓慢发展使其具有一定的资源稀缺性，但导致折价产生的因素众多（如流动性、业绩表现等等，海外市场封闭式基金发展亦落后于开放式基金市场，且总体处于折价交易状态），在无根本性因素触动封闭式基金折价产生改变的情况下，我们更倾向于用“传统”的眼光看待封闭式基金的折价。因此，接下来本章节将通过封闭式基金折价及到期年化收益率<sup>2</sup>的历史变化比较，来对当前封闭式基金的折价水平进行评价。

图表25：传统封闭式基金折价率历史走势比较



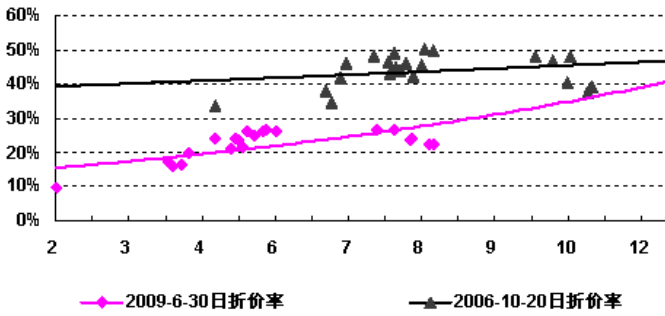
来源：国金证券研究所

- 时点比较，传统封基折价水平、到期年化收益率均明显低于历史高点：为了在时间推移背景下将长剩余存续期封闭式基金现有折价水平和历史高点进行比较，我们把两个时点基金的折价率、到期年化收益率按照存续期这一主要因素（而非基金产品）进行比较。图表 26、27 的结果显示，当前传统封基无论是折价率还是到期年化收益率均较历史高点有明显差距。相比较而言，目前剩余存续期在 4~6 年传统封闭式基金的折价水平、到期年化收益率与历史高点相比差距相对较小。

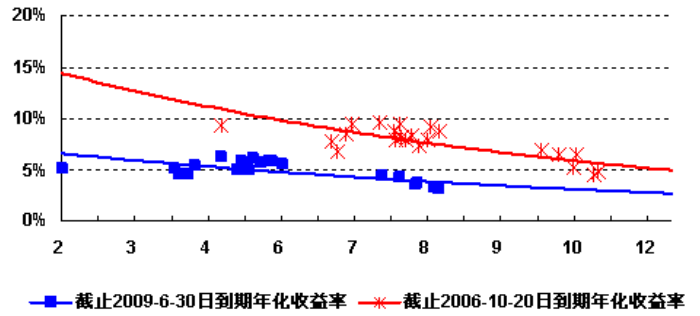
<sup>2</sup> 到期年化收益率为假设封闭式基金时点价格与净值保持不变，持有到期后获得的年化收益率水平。



图表26: 当前封基折价与历史高点比较



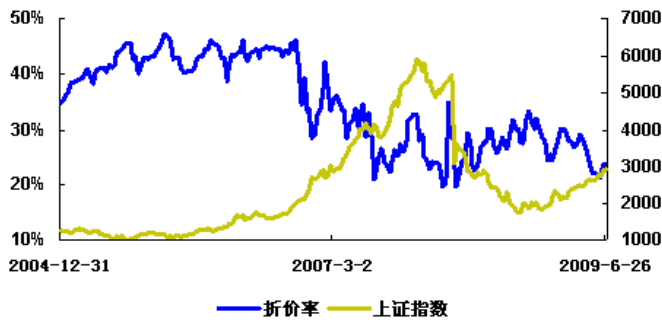
图表27: 当前封基到期年化收益率与历史高点比较



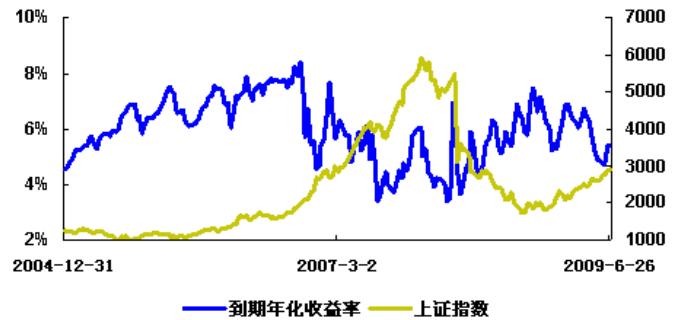
来源: 国金证券研究所

- 过程比较, 传统封基折价水平达到历史低点、到期年化收益率距历史低点尚有一步之遥: 分红会影响封闭式基金的折价水平, 因此为了更好地比较传统封基历史折价变化, 本文根据封基历史年度分红数据对折价率进行修正。图表 28、29 所示结果显示, 从折价率水平比较, 当前传统封基折价水平已经明显处于过去五年的低点, 但考虑到时间因素, 封基到期年化收益率与历史低位水平尚有小幅度的差距 (1%左右)。

图表28: 剔除分红后封基折价率历史比较



图表29: 剔除分红后封基到期年化收益率历史比较



来源: 国金证券研究所

- 市场情绪 (赚钱效应或由此带来的流动性提升) 会在一定程度影响封闭式基金折价, 细致比较图表 28、29 传统封基经分红修正后的折价率、到期到期年化收益率变化与同期上证指数点位看到, 历史低点均出现在市场大幅上涨阶段, 而随着股指下跌封基折价则呈现上升趋势。
- 综合上述对比分析, 我们认为传统封基无论是折价率还是到期年化收益率处于相对较低水平已是不争事实, 尽管仍保留一定的“双向”弹性空间, 但我们预期在市场的进一步上涨下折价水平尚有进一步小幅下降空间 (或维持当前折价水平), 而市场下跌将带来折价水平的大幅攀升。因此, 在 A 股市场乐观趋势有望阶段延续、但高估值下市股指预期波动幅度进一步加大的判断下, 我们建议下半年对于传统封闭式基金进行平配或者适当低配, 比较而言剩余存续期 4~6 年产品具有一定的相对优势。

### 3.2 历史包袱犹在、无强制性约束背景下谨慎参与中期分红题材

- 尽管受益于 A 股市场大涨 26 只传统封基上半年净值平均增长超过 40%, 但 2008 年遗留的历史包袱犹在, 一方面截止上半年末尚有 6 只产品单位净值在 1.05 元以下, 另一方面 13 只产品截止一季度末单位基金剩余可分配收益在 0.05 元以下 (其中 10 只产品为负), 因此即使考虑二季度市场进一步上涨下可分配收益的增加, 封基再现大规模、大比例分红仍需要下

半年股指进一步上涨的支撑，这也是前一节我们比较封基折价时未考虑现阶段分红能力的主要原因。

- 不过，由于分红对封基市场的影响极为敏感，以及考虑到近两年来封基分红意愿增强，本章节依据 2008 年年报财务数据、今年来收益分配情况以及一季度报告主要财务指标对半年度封基分红能力进行一定的比较分析，并提醒投资者根据下半年基金业绩表现及定期披露的财务指标密切跟踪年度分红潜力以及配合折价情况把握机会。当然，封基半年度分红并无强制性要求（包括是否分红、分红比例），这亦是关注半年度分红的重要风险点之一。综合比较半年度分红潜力、历史分红积极程度、剩余存续期限以及折价水平情况，可适当侧重关注普惠、安顺、兴华等基金，分别对应 2009 年一季度单位基金已实现收益 0.075、0.074、0.051 元。

### 3.3 低折价下业绩驱动力度增强

- 如前所述，在预期即使市场的进一步上涨封基折价水平尚有进一步下降空间较小或维持当前折价水平的背景下，业绩表现将成为影响封闭式基金市场价格的重要因素。
- 综合比较长剩余期限封闭式基金过去几年的风险收益特征、管理人投资管理能力、产品定位及操作风格，天元、兴华、安顺、科瑞、久嘉等产品持续业绩表现具备一定的比较优势。

图表30：过去五年业绩持续稳定封闭式基金情况（统计截止 2009.6.30）

基金名称	基金份额(亿)	剩余存续期(年)	当前折价率	09 年上半年净值增长率排名	08 年净值增长率排名	2007 年净值增长率排名	2006 年净值增长率排名	2005 年净值增长率排名
基金天元	30	5.15	24.89%	9	13	6	11	11
基金兴华	20	3.83	19.63%	4	2	9	5	17
基金安顺	30	4.96	21.33%	3	3	16	15	1
基金科瑞	30	7.70	25.38%	15	9	24	12	5
基金久嘉	20	8.01	24.99%	16	10	7	3	10

来源：国金证券研究所

- 综合本文第一部分权益类开放式基金投资操作策略思路，并结合折价水平（及到期年化收益率）、分红能力以及持续业绩表现，现阶段建议侧重关注普惠、兴华、裕阳、普丰、天元、金泰等产品。

### 第四部分：2009年7月份基金组合推荐

- 我们在 2009 年下半年继续每月为投资者提供五类基金组合，具体组合分类及对应基准情况如图表 31 所示：
  - ◆ 进攻型组合/防御型组合/绝对收益组合将通过相对稳健的类属配置，构建高/中/低不同风险特征的组合，目标旨在取得超越业绩基准的相对收益，适合对自身风险定位清晰及有主动进行配置需求的投资者。
  - ◆ 灵活配置组合将通过积极灵活类属配置，谋求绝对收益和相对收益间的平衡，适合对自身风险定位不甚清晰、在保值基础上有适当增值需求的投资者。
  - ◆ 封闭基金组合将通过精选封闭基金，争取超越业绩基准的相对收益。
- 在基金选择上，我们将综合考虑基金产品风险收益特征、历史业绩及稳定性、投资风格、基金公司综合实力、基金经理投资管理能力和基金持仓特征、证券市场走势分析等多方面因素。

图表31：组合说明

	进攻型组合	防御型组合	绝对收益组合	灵活配置组合	封闭基金组合
投资对象	投资对象以股票型/混合型开放式基金为主，两类产品配置比例不低于 80%	投资对象涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金	投资对象以债券型开放式基金/货币市场基金为主，两类产品配置比例不低于 80%	投资对象涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金/货币市场基金	完全配置封闭式基金
组合目标	通过相对稳健的类属配置，构建高/中/低不同风险特征的组合，目标旨在取得超越业绩基准的相对收益。适合对自身风险定位清晰及有主动进行配置需求的投资者。			通过积极灵活类属配置，谋求绝对收益和相对收益间的平衡。适合对自身风险定位不甚清晰、在保值基础上有适当增值需求的投资者。	精选封闭式基金，取得超越业绩基准的相对收益。
业绩基准	偏股型开放式基金收益指数	60%偏股型开放式基金收益指数+40%债券型开放式基金收益指数	二年定期存款税后利率	MAX（一年定期存款税后利率，50%偏股型开放式基金收益指数）	封闭式基金价格指数
市场基准	80%流通 A+20%上证国债指数	50%流通 A+50%上证国债指数	——	——	——

开放式基金收益指数采用总规模派氏加权法计算，反映基金总体净值增长情况：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期指数样本的总资产}}{\text{基期}} \times \text{基期指数}$$

其中：总资产 = Σ (样本报告期的规模 × 样本的净值)。遇到分红、份额变动等情况，按“除数修正法”进行修正：即日指数 = 即日基金净值 / 调整后前一交易日基金净值 \* 前一交易日收盘指数。新基金在设立 90 天后记入指数。其中偏股型开放式基金收益指数以股票型和混合型开放式基金为样本，债券型开放式基金收益指数以债券型开放式基金为样本。

来源：国金证券研究所

- 依据前面各部分对相关市场以及各类产品投资操作策略分析，建立国金 0907 期基金组合如下：

图表32：0907 期进攻型组合

基金名称	类型	投资权重	基金评级	基金经理	基金经理评级	基金公司	基金公司评级
兴业社会	股票型	20%	——	傅鹏博 刘兆洋	——	兴业全球	★★★★★
交银稳健	混合—灵活配置型	20%	★★★★★	郑拓	★★★★★	交银施罗德	★★★★★
友邦价值	股票型	20%	——	汪晖	——	友邦华泰	★★★
方达成长	股票型	20%	★★★★★	陈志民 何云峰	★★★★★	易方达	★★★★★
华夏行业	股票型	20%	★★★★★	罗泽萍	★★★★★	华夏	★★★★★

来源：国金证券研究所

图表33: 0907期防御型组合

基金名称	类型	投资权重	基金评级	基金经理	基金经理评级	基金公司	基金公司评级
宝康消费品	股票型	20%	★★★★★	闫旭	★★★★★	华宝兴业	★★★★★
招商成长	股票型	20%	——	张冰	——	招商	★★★★★
鹏华50	混合—积极配置型	20%	★★★★★	黄鑫	——	鹏华	★★★★★
大成精选	混合—灵活配置型	20%	★★★	曹雄飞	——	大成	★★★
建信增利	债券—新股申购型	20%	——	汪沛 钟敬棣 黎颖芳	——	建信	——

来源: 国金证券研究所

图表34: 0907期绝对收益组合

基金名称	类型	投资权重	基金公司	基金公司评级
工银添利A	债券—新股申购型	50%	工银瑞信	★★★★★
华夏债券C	债券—新股申购型	50%	华夏	★★★★★

来源: 国金证券研究所

图表35: 0907期灵活配置组合

基金名称	类型	投资权重	基金评级	基金经理	基金经理评级	基金公司	基金公司评级
交银稳健	混合—灵活配置型	20%	★★★★★	郑拓	★★★★★	交银施罗德	★★★★★
方达成长	股票型	20%	★★★★★	陈志民 何云峰	★★★★★	易方达	★★★★★
华夏行业	股票型	20%	★★★★★	罗泽萍	★★★★★	华夏	★★★★★
工银添利A	债券—新股申购型	20%	——	江明波	——	工银瑞信	★★★★★
建信增利	债券—新股申购型	20%	——	汪沛 钟敬棣 黎颖芳	——	建信	——

来源: 国金证券研究所

图表36: 0907期封闭基金组合

基金名称	投资权重	基金经理	基金经理评级	基金公司	基金公司评级
基金金泰	20%	唐珂	——	国泰	★★★
基金普惠	20%	冀洪涛	——	鹏华	★★★★★
基金兴华	20%	阳琨	★★★★★	华夏	★★★★★
基金裕阳	20%	周力	★★★★★	博时	★★★★★
基金普丰	20%	陈鹏	★★★★★	鹏华	★★★★★

来源: 国金证券研究所

### 特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。