

仓位转降为升 基金增仓演绎“国庆行情”?

◎浙商证券

根据浙商证券基金仓位监测模型,开放式基金的平均仓位上周出现止跌回升,由前一周的76.30%上升至77.27%,上升了0.97个百分点。即使剔除各类资产市值波动对基金仓位的影响,基金整体依然表现为主动增仓,而且增仓的幅度达到1.09个百分点,与此同时,主动加仓的基金在基金总数中的占比也回升至59.52%。在主要股指持续上涨之后,大部分基金放弃了此前连续三周的减仓操作,转而选择主动加仓。从最近几个月基金平均仓位与沪深300指数的走势对比来看,基金仓位的变化与沪深300指数的涨跌在大的方向上基本一致,但基金仓位的变化要落后于沪深300指数1至2周,从这个角度来看,如果沪深300指数近期能延续上涨的走势,则基金的仓位也将继续上升。

按投资类型划分,上周股票型基金的平均仓位从81.48%上升至81.96%,股票型基金出现主动性增仓0.58个百分点,主动增仓的基金占比55.76%;混合型基金的平均仓位从69.69%上升至71.28%,同样在整体上也出现主动性增仓,增仓幅度为1.74个百分点,主动加仓的基金占比达64.34%。按晨星基金类型划分,股票型基金、积极配置型基金以及保守配置型基金的平均仓位分别为81.49%、67.74%和41.97%,股票型基金、积极配置型基金和保守配置型基金和分别主动性增仓0.63个百分点、2.48个百分点和0.46个百分点,积极配置型基金和保守配置型基金中主动增仓的基金占比分别达到68.49%和66.67%。

从上周基金主动性调仓幅度的



分布情况来看,有近六成的基金采取主动增仓,增仓幅度在0%~5%的基金占比达40.84%,同时有17.69%的基金增仓幅度在5%以上。与此相对应的是,上周加仓幅度在0%~5%的基金占比为31.97%。此外,有8.50%的基金减仓幅度达到5%以上。从数量上来看,小幅增仓的基金数量与小幅度减仓的基金数量旗鼓相当,仅略占上风,说明基金之间的分歧还是较为明显,仍有相当数量的基金对股票市场后期的走势持较为谨慎的态度。

从全部偏股型基金的仓位分布来看,高仓位基金(仓位在90%以上)数量较前一周有所回升,幅度为12.5%,此外,仓位在80%~90%的中高仓位基金数量也开始增

加,幅度同为12.5%。与此同时,中等仓位基金(仓位在70%~80%)则较上周略微下降,而中低仓位基金(仓位在60%~70%)的数量以及仓位在60%以下的基金数量下降较多,下降比例达到25%左右。综合来看,仓位达到80%以上基金占全部偏股型基金的比例较上周有所回升。此外,我们还观测到,有12.93%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置上限,与前一相比下降了1.70个百分点,与此同时,有2.04%的基金仓位接近募集说明书中所述的配置下限,较前一周下降0.68个百分点。这说明虽然大部分基金选择了增仓操作,但依然有部分基金放弃了原先较为激进的仓位配置策略。

■嘉实视点

A股市场有效性和系统性风险



◎嘉实投资流程与风险管理部
投资分析师 张玮

数个股的质量不足以抵抗巨大的系统性风险,当市场因某些因素出现大幅波动时,绝大多数个股都会随之波动,因此对系统性风险的认知和回避成为非常重要的一点。

二、A股市场的系统性风险

我们都知道,证券投资风险包括系统性风险和非系统性风险。所谓系统性风险是指由于全局性的共同因素,如政策、经济周期波动、利率等对所有证券收益产生影响,造成普遍性后果的整体风险,不能通过分散投资加以消除。系统性风险的识别需要对一个国家一定时期内宏观经济状况做出判断,如世界经济或某国经济发生严重危机,持续高涨的通货膨胀,特大自然灾害等。通过对A股市场历史的分析,可清晰地看到,A股市场最大的系统性风险是政策因素,既包括直接针对股票市场的政策变化,也包括财政政策和货币政策变化等。其次,经济波动和通胀等经济因素等也是引发市场系统性风险的主因之一。

系统性风险中的政策因素:中国资本市场仍处于发展早期,由于市场自我调整自我完善的功能还不强,监管层的政策调整往往对市场影响甚大。每一次市场大的波动后往往有政策的影子。比如近年来“5.30”提高交易印花税引发的市场连续暴跌,“4万亿”投资和宽松信贷带来的股市和商品市场的大幅反弹,乃至最近8月份因为缩减和严查信贷资金导致股市大幅下跌等。

系统性风险中的经济因素:虽然A股走势和经济因素不是完全正相关,但经济因素对股市的波动毫无疑问有着重要的影响。正是在2008年的全球金融危机背景下,A股市场产生了巨大的系统性风险。将来随着机构投资者在市场中份额的提高,以及个人投资者专业化程度的提高,经济因素对股市的指引作用必将越来越大。

系统性风险中的其他因素:除政策和经济因素外,市场参与者的心理状态和行为方式也是引发市场波动的一个主要因素。美国等发达市场存在大量长期投资者,其对所投资企业有清晰的认识,不会因市场的短期波动而退出;中国A股市场大部分投资者更倾向于短期趋势投资,追涨杀跌的行为方式增加了市场的波动性,放大了市场的系统性风险。此外,还存在一些偶然事件,比如战争、天灾等事件,同样会引发市场的系统性风险。

回顾A股市场十几年的发展,相对于发达国家资本市场上百年的历史,我们取得了巨大成就,但不可否认的是仍存在很多发展中市场普遍存在的问题,如市场的有效性和质量有待提高,市场波动性和系统性风险偏高等。

一、市场有效性及股市质量讨论

传统的市场有效性是指Eugene Fama于1970年提出来的三个层次的有效市场:弱有效市场,半强有效市场和强有效市场,其主要区别是市场价格是否已经充分反映不同层次的信息。A股市场目前阶段应处于弱有效市场阶段,即市场价格已经充分反应所有历史的证券价格信息,投资者可以通过基本分析来获取超额收益。

除了判断一个市场是否有效,我们还可以另一个角度去评价一个市场,即看一个市场是否优质?所谓优质市场,我们定义为投资者可以在中找到优秀的上市公司来进行投资的市场。

如何把一个市场的质量量化的方法表达出来?通过市场所有股票价格的对向波动率(一定时间内沿同一方向波动的股票占所有上市公司的百分比)来判断是一个简单易行的方法。因固定时间内股票只有上涨或者下跌两种状态,所以只有两个值可选,我们取其中较大的值为对向波动率。其波动范围区间应在50%到100%之间。数值越小,表明市场质量越高;数值越大,意味着股票存在很强的同质性,同涨同跌,说明市场质量较低。近10年来,A股市场的同向波动性平均为90%,也就是说同一段时期内,有90%左右的股票一起涨或者一起跌,市场无法有效分辨出行业和股票的好坏,这也是我们经常听到A股市场会有“补涨”或者“补跌”一说的原因。而美国等发达市场的同向波动性历史平均值为50-60%,不同行业和股票的价格波动不尽相同,市场较好地起到了区分优劣投资品种和收益风险偏好的作用。

市场的同涨同跌意味着市场存在较大的系统性风险,大多

■每周基金视野

修正预期 等待更明确政策信号和数据

◎联合证券 冶小梅

更多超预期因素难现

发达经济体过往储蓄率偏低,生产可能性边际没有实质性扩张,过多的当前消费必然消耗未来消费能力。由于缺乏长期经济增长动力,中国经济无法二次加速,而政府投资和房地产投资的可持续性不强。从更长的视角看,市场难以给予更高的估值空间(融通)。目前地产库存压力小,手上资金充裕,更可能选择减少开工,维持高价,缓慢出货。在财政刺激边际效应减弱的同时,私人部门投资恢复速度很可能低于预期;今年汽车以及地产相关领域消费增长带动消费增速超出预期,其中政策刺激起到了决定性作用。今年的汽车销量不但消化了去年被压抑的需求,而且在一定程度上透支了未来,政策退出之际也就是行业调整之时(博时)。未来流动性趋紧使得估值扩张的难度加大,而业绩增长的预期较为乐观,但是更多超预期的迹象短期难以看到(景顺长城/兴业全球/光大保德信)。市场需要时间等待更明确的政策信号和更有说服力的经济数据

(国海富兰克林/交银施罗德/银华/兴业全球)。

9月数据或再提振信心

只有在就业水平重新回升之后,各国协调一致的退出机制才有可能获得实施,在全球范围内经济刺激政策短期还不会有大的变化(光大保德信)。而出于国庆维稳的需求,国内出台利空政策的可能性很小(上投摩根/银河)。房地产投资和出口将为四季度及明年经济增长提供坚强后盾(诺德)。如果9月份房地产新开工面积、销售数据等出炉的指标较强劲,能再度提振市场的信心(华安)。我们判断9、10月经济继续向好的局面仍将持续,银行融资、资本充足率及次级债等问题短期内无法实施,证监会无法忍受股市的快速下跌而融资节奏或将放缓(申万巴黎)。温和震荡上扬将是未来市场的主基调(长城基金/中海/诺安),我们还将保持略高的仓位(大成)。

配置明确增长预期的行业

在内外经济弱势均衡下,市

场可能一改过往一年多来从上至下进行行业轮动的风格,更多会从细分行业和公司层面找寻确定性的投资机会(融通),具有明确增长预期的行业将是未来配置的重点,主要关注医药、建材、食品饮料、汽车、煤炭等行业,并选择价值型行业进行投资(华安)。配置重点将从房地产、能源、金融等行业,转向较明确业绩保障和业绩成长型的行业,如食品、饮料、商贸零售、电力设备等,尽量回避有色等估值较高、盈利能力模糊、周期性强的行业,如钢铁(国海富兰克林)。下一阶段需要重视防御性,对上中下游进行均衡配置。继续看好估值水平较低、会计政策较为谨慎、融资风险已释放的银行,以及受益于外需恢复的行业(建信)。更多地关注业绩和企业的成长性,在权衡安全边际的情况下,寻找具有内生性增长的企业(农银汇理)。行业上积极关注采掘、家电、食品饮料、医药、金融(银行、保险)和商业贸易,风格配置侧重大盘蓝筹股(汇添富)。四季度为完成全年的工作任务,相当多的企业都将面临“突击式”重组,并购重组类的投资机会值得关注(诺安)。