

Fund

降低收益预期 关注基金“十金”

——基金下半年投资策略

●我们判断下半年市场将宽幅震荡,投资基金注意两点:一是必须调整投资基金的收益与风险预期,降低基金的收益预期,提高基金投资的风险意识。二是基金在平衡和下跌的市场有其固有的优势,包括资金优势、选股的优势等等,这些优势保证了基金战胜市场的可能性更大。下半年完全靠资金推动市场的可能性不大,市场的主要驱动因素将回归到业绩与增长。基于这样的判断,基金下半年面临的系统性机会将较前期减少,但结构性机会将被进一步强化。就是要加强投资的风险意识,适当控制基金和股票的投资比例;在基金和股票的品种选择上,可以加大基金的投资占比,下半年的市场环境决定了做股民不如做基金。

●下半年重点配置的基金品种主要是封闭式基金和股票型基金。下半年基金仍将维持上半年一、二季度的收益排序顺序:封闭式基金——股票型基金——混合型基金——保本型基金——债券型基金。结合市场分析和基金选取的业绩与辅助性因素,我们推出下半年的基金“十金”:嘉实服务增值行业、华夏大盘精选、博时主题行业、上投摩根中国优势、易方达深证100ETF、建信优选成长、华夏上证50ETF、基金泰和、基金安顺、基金科汇。

◎中信建投 黄常忠

下半年基金运行的市场环境分析

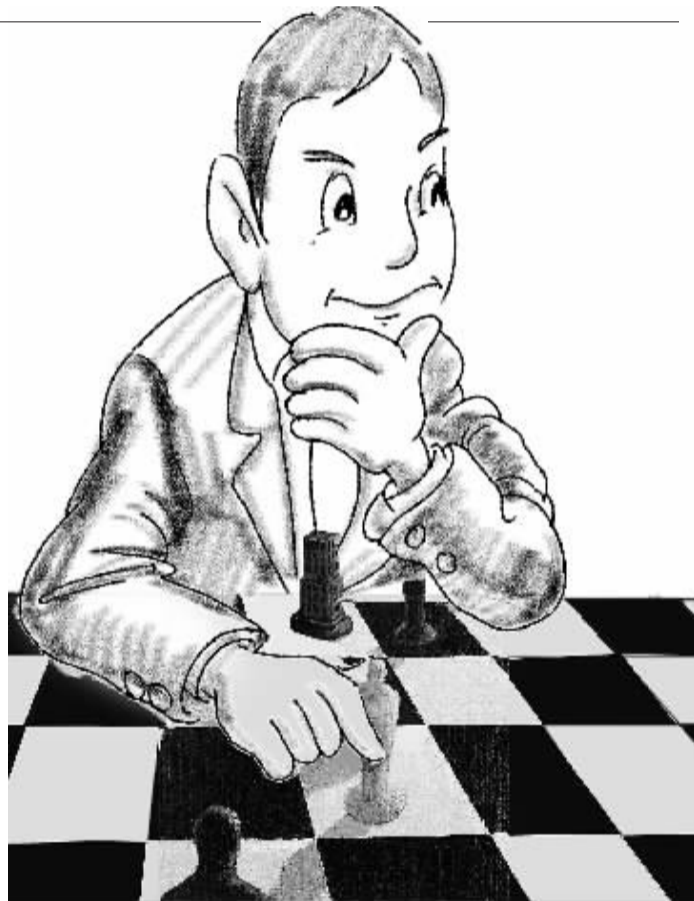
下半年我们对市场的总体判断是:股指可能在宽幅震荡中运行,市场存在的主要是结构性机会。影响或者说推动市场的诸多因素将发生局部变化,市场的流动性过剩虽不会得到完全的控制,但货币与财政政策的连续调控将会使这一问题得到缓解,下半年完全靠资金推动市场的可能性不大,市场的主要驱动因素将回归到业绩与增长。基于这样的判断,基金下半年面临的系统性机会将较前期减少,但结构性机会将被进一步强化,主要理由如下:

1、基金的价值投资有望成为市场主流

下半年市场将回归业绩驱动,宏观经济与上市公司业绩的高速增长将成为市场的主要驱动因素。国家统计局数据:1-5月份,全国规模以上工业企业实现利润9026亿元,比上年同期增长42.1%,宏观经济和微观经济主体依然良好。从对上市公司业绩增长的预期看,很多券商的下半年策略报告认为,7月开始公布的中期业绩增速约为50%-60%,2007年全年的盈利增长预期为40%-45%,2008年全年的盈利增长预期为25%。

从具体的财务指标看,上市公司的赢利状况也明显改善,2005年后企业运营效率的改善显著,且处于上升期;企业经营性现金流改善程度显著,募集的资金数倍于以往,企业内在的扩张冲动较大;息税前利润显著高于贷款利率,企业举债经营有较好的杠杆收益,微观领域对加息不敏感。规模的扩张和良好的运营效率,导致盈利的显著改善,至少一两年内看不到逆转的迹象。

市场发生的结构性转变对于基金净值的影响非常明显,随着市场对于价值投资理念在5、6月份的回归,基金在业绩上所体现出来的优势也越来越明显。在5月份所经历的两次大的跌幅中,以基金重仓股为代表的大盘蓝筹板块成为最具抗跌性的品种,特别是在5月底所经历的市场大幅回落中,大盘蓝筹板块所体现出的成长性和价值安全性有力的推动了基金业绩的相对提升,这一时期,主动投资的股票方向基金表现得相对强势,二季度,股票——股票型基金净值上涨35.01%,股票——指数型基金净值上涨32.73%,混合——偏股型基金净值上涨33.16%,混



张大伟 制图

合——平衡型基金净值上涨33.16%。无论是从基金与市场指数的对比,还是从主动投资的股票方向基金与指数型基金的对比中,都充分展现了在市场震荡加剧的环境中,基金价值投资和分散风险所具备的优势。

2、基金的资金优势将更加明显

判断下半年市场的宽幅震荡走势以及市场由资金推动回归到价值推动的一个很重要的因素就是资金供求和资金结构的变化。

基金等机构资金的优势将更加凸现。存量方面,股票方向基金资产净值在6月末已达16711.20亿元,占沪深A股流通市值的31%左右。增量方面,伴随市场震荡的风险教育,股民开户数开始减少,很多理性投资者开始投向基金,调查显示,5月以来,市场的震荡下跌,基金并没有出现大规模的集中赎回,基金整体还呈现净申购状态,最新统计显示,二季度的震荡市场,基金的净申购仍高达1800亿。这样在总量上,基金等机构资金的市场占比将进一步提高;结构上基金投资相对集中于蓝

筹、指标股,对市场的影响也更大。

3、股指期货有望助推蓝筹行情

股指期货是影响下半年市场的重要事件,海外的市场经验表明,股指期货虽不能改变市场的长期趋势,但对以基金持有的蓝筹为标的的指数成份股将带来更多的投资机会。股指期货的套期保值、资产配置功能,需要标的指数成份股的配合,市场对大市值品种的投资需求,市场对战略性筹码的需求,市场对大市值权重股的需求,使得蓝筹股稀缺性价值得到提升,机构通过调控此类股票的股价来影响指数的情况出现的可能性很大。

机构投资者对成份股的更多配置,才能使其在现货、期货操作中把握更多主动。相对于无指数期货时代,增量资金的介入、存量资金对组合配置的调整,都将加大标的指数成份股的投资,由此,股指期货推出,标的指数成份股可能享受较高溢价。

对于基金来讲,股指期货套利机制的存在,将增加标的指数的市场流动性,使得基金应对申购赎回的流动

性成本更低,这样反过来又增加了标的蓝筹对基金的吸引力。两者的相互作用与强化,将使市场的价值投资理念得到加强,标的与蓝筹的机会更多。对于封闭式基金,股指期货推出带来的机会更多:1、股指期货增加了基金的投资品种和避险工具;2、股指期货增加了基金所持股票的流动性,而流动性是影响封闭式基金折价的重要因素;3、股指期货为封闭式基金提供了套利机会,到期时间越近,机会也明显,套利机会的存在也会减少封闭式基金的折价幅度;4、国际经验表明,有股指期货的市场封闭式基金的折价率较低。

4、震荡市场有利于基金获得超额收益

市场经验表明,基金在单边上涨的普涨行情中很难获得超越指数的超额收益。今年一季度的单边市场,基金大都输给了市场;今年二季度市场的强势整理,基金才凸现了部分优势,表现稍强于市场。从6月调整以来的基金表现,可以看出,调整的市场,基金的表现远好于指数。

基金表现呈现的这种规律性,存在合理的解释。基金在单边牛市中,股票型基金在股票资产的配置比例上存在制度性弱点,单边牛市中,最有效的股票资产配置比例就是满仓操作,但因为目前股票型基金较少利用杠杆操作,且作为开放式基金需要保持一定的流动性以应对投资者的赎回需求,此外,一些股票型基金对股票资产的最高配置比例也有一定的限制,因此在实际操作中股票型基金无法达到满仓的状态。2007年第一季度末,股票型基金的平均仓位只有80.98%,存在着近20%的低效率甚至无效率的仓位。此外,单边普涨行情,基金的行业 and 个股选择优势也无从发挥。

涨时重势,跌时重质,在平衡或下跌的市场,基金的价值投资优势才能凸现出来,同时,股票资产配置比例的限制也为了控制风险的有效手段。2007年下半年股票型基金在行业选择和个股选择上的优势将重新显现。下半年我们预期市场的结构性分化,将以业绩、股指期货、人民币升值等因素展开,在这分化的过程中,迎合这些因素的基金——重点行业和重点股票将占据优势,获得超额收益。

下半年基金投资策略

根据以上分析,我们得出了基金系统性机会减少,结构性机会增多的判断。因此,投资基金的绝对收益预期应该降低,而相对收益预期可以提高。这样的判断落实到具体的投资策略

略上,就是要加强投资的风险意识,适当控制基金和股票的投资比例;在基金和股票的品种选择上,可以加大基金的投资占比,下半年的市场环境决定了做股民不如做基金。

在基金品种的选取上,首先当然是考虑业绩,但过去的业绩并不代表未来。因此,除考察过去业绩排名和业绩稳定性之外,还应该结合对市场的整体和结构性行情判断,添加一些辅助性指标和因素。

1、基金类型的选取。基于下半年震荡行情和基金在震荡行情中存在相对优势的判断,下半年收益较高的仍将是股票型基金。虽然股票型基金的绝对收益预期需要降低,但半年20%左右的增长预期也远高于保本和债券型基金。因此,在基金的收益排序预测上,下半年仍将维持上半年一、二季度的顺序:封闭式基金——股票型基金——混合型基金——保本型基金——债券型基金。下半年重点配置的基金品种主要是封闭式基金和股票型基金。

2、基金规模的考虑。下半年,规模适中的基金取得较好收益的可能性较大,主要原因有:(1)经验表明,规模过大的基金没有取得过很好的历史业绩,这与管理经验和能力有关,也与市场的流动性有关。下半年预计市场的交易量将有所降低,市场的流动性将有所下降,大基金的流动性约束将更加明显。(2)小基金的制约因素除缺乏稳定性外,主要是与行情特点有关,下半年我们判断是蓝筹行情,小基金的投向一般不是大的蓝筹板块和大市值的龙头个股。

3、基金管理公司的选取。基金管理公司的选取主要考虑两方面:一是基金规模,基金规模的大小决定基金公司的盈利水平,基金规模的大小在一定程度上也决定基金公司的生存。基金公司的核心竞争力在于人才,不论是人才的内部培养还是外部引进,都需要一定的物质基础,盈利能力和激励机制决定人才的流向。而优秀的管理人才反过来将推动基金公司的投资管理能力和风险控制能力,从而大幅提升基金公司的基金规模。二是成立时间,只有经历一定时间的市场考验,基金公司才能在制度上保证和提高投资管理能力和风险控制能力,才能在不同的市场环境取得较为稳定的收益。

参考以上辅助性因素后,基金的选取最后要落实到业绩上,考察业绩,既要考虑以往的排名,也要考虑收益的稳定。我们根据附表各阶段的基金表现,结合以上市场分析和基金选取的辅助性因素,推出下半年的基金“十金”(见表)。

下半年基金“十金”

基金名称	管理人	单位净值(元)	上半年净值增长(%)
嘉实服务增值行业	嘉实	3.38	74.81
华夏大盘精选	华夏	4.70	109.55
博时主题行业	博时	2.11	96.03
上投摩根中国优势	上投摩根	4.06	74.24
易方达深证100ETF	易方达	4.04	106.55
建信优选成长	建信	1.94	88.15
华夏上证50ETF	华夏	2.89	64.15
基金泰和	嘉实	3.15	76.04
基金安顺	华安	2.61	66.35
基金科汇	易方达	3.47	65.90