

# 热点趋于发散 战术调仓成主流

## ——2007年8月份基金仓位跟踪

◎ 银河证券研究中心

### 一、基金重仓板块支撑,热点趋于发散

8月份的市场承接了7月份末期快速回升势头,总体表现为强劲上格格局。这个过程中,市场上行力量由原先的主流板块逐渐趋于分散,基金重仓股在本轮行情中的价值中枢作用未改,但受到前期基金重仓股的累积涨幅较大压力,在市场全面上涨反衬下,前期基金引领市场走势的局面有所逊色。

#### 1、牛市气氛下基金战胜市场的难度加大

由于整个6月份和7月份行情中,基金重仓板块逐渐由6月份的价值填补型上涨发展到7月份市场对基金重仓概念火热追捧的资金推动型上涨,导致基金重仓板块短期面临一定的估值压力,驱使充裕的资金开始发掘其它相对更具性价比的品种,行情由此逐渐分散。我们对8月份各类型基金净值表现的统计结果如下:股票型基金净值平均上升15.2%,指数型基金净值平均上升17.52%,偏股型基金净值平均上升13.89%,平衡型基金净值平均上升13.56%。从历史统计可以发现,在权重蓝筹集体发力和市场普遍上涨行情中,主动投资的股票方向基金往往无法战胜指数型基金,相对于沪深300指数18.75%的涨幅,也说明了基金战胜市场的难度加大(见下图)。

将各类型基金与沪深300指数的累计净值走势进行对比可以发现,2007年一季度以及4月份,由于基金重仓的大盘蓝筹品种遭到市场忽视,基金业绩提升动力受到削弱,这一时期除指数型基金能够跟上市场步伐外,其它三类主动投资的股票方向基金与市场走势之间的缺口一直呈现扩大趋势。随着5月底市场大幅调整,主动投资的股票型基金在市场大幅下跌过程中表现出非常强的抗跌性,当月基金业绩首次战胜市场;在6月份行情波动加大情况下,基金价值投资理念下所选取的品种逐渐受到资金青睐,基金重仓板块期间表现出良好的抗跌性价值成长潜力,从而也使得主动投资的股票型基金继续战胜被动投资的指数型基金;进入7月份后,随着市场止跌回升,基金二季度报中显示的基金对于后续重仓板块的看好迅速填补了市场板块更替过

程中出现的空白,成为引导市场上升的主要动力。在这个月中基金充分分享到了前期仓位调整所带来的收益,市场热点板块与基金投资取向取得了高度一致,基金对于市场的话语权进一步得到强化;从8月份情况看,以基金重仓板块为价值中枢,行情由大盘蓝筹集中发力逐渐向以二三线蓝筹为代表的中小板块发散。根据我们对各类型基金业绩的统计,截至8月31日,股票型基金今年以来净值增长率为118.65%,指数型基金今年以来净值增长率为138.48%,偏股型基金今年以来净值增长率为111.26%,平衡型基金今年以来净值增长率为102.38%。总的来看,牛市气氛下基金战胜市场的难度加大,但板块之间的对比显示主动投资的股票方向基金最近仍表现出对市场准确的把握能力。

#### 2、8月份基金重仓股估值压力突显波动性较大

单从8月份各类型基金净值表现的统计结果来看,8月份市场主要经历了大盘蓝筹领涨——蓝筹股重压之下普跌——二三线蓝筹股领涨——中小板块突起几个过程。从基金重仓股与沪深300指数日涨跌幅度对比看,8月份的首个交易日,基金重仓股总体上相对于沪深300指数涨幅突出,说明这一时期之内基金重仓股仍是撬动大盘的主要力量;8月中旬,市场出现短期调整,这段时期内一个明显的现象是基金重仓股指数比沪深300指数表现出更大的波动性。在上涨的时候基金重仓股要落后于市场总体涨幅,在下跌的时候也要比市场指数跌幅更深,说明经过前期基金重仓板块的大幅领涨,其短期面临的估值压力较大;经过这一段时期的调整,市场重新步入上行趋势之中,这段时期内基金重仓股相对于沪深300指数的涨幅呈现逐级降低趋势,二三线蓝筹领涨成为该时期的主要特点。总体上看,8月份市场共经历了13个交易日的上涨,7个交易日的下跌,基金重仓股指数相对于沪深300指数的涨跌幅在上漲的交易日中平均值为1.07964,而在下跌交易日中平均值为1.1487。两者比较也可以看出,在市场出现调整时期,基金重仓股的波动性要比市场平均水平更加突出,短期之内较高的估值困惑造成基金重仓板块对市场风险时脆弱性更加突出。基

于市场各板块之间的轮动,基金仓位调整也相应不断进行,此期间基金仓位上的布局也会随着板块轮换进行策略上的转化。

总体上来看,8月份市场是在承接7月份探底回升之后的进一步冲高,由于前期基金重仓板块已经积累较高的涨幅,造成基金重仓板块在面向市场风险时波动性较大。这一时期的市场呈现两种不同的风格,一是基金重仓股间断性的领涨和领跌,另外更普遍的是二三线蓝筹发力导致的市场普涨局面。两种风格的行情均不利于主动投资的股票型基金赢得相对于市场走势的优势,因此8月份,股票型基金、偏股型基金的净值增长要明显落后于指数型基金的表现,同时也落后于市场指数的涨幅。不过,这样一种短期的板块轮动并未造成基金在市场中的话语权的散失,从我们的跟踪来看,基金重仓板块和坚持的投资思路仍是支撑市场高位运行的中流砥柱。

### 二、基金长期持有战略性品种,战术性调仓迹象明显

随着基金重仓板块短期内涨幅的不断积累,基于策略上的考虑,8月份基金在遵循其中长期战略布局基础上也会在在各板块之间进行战术上的调整。

#### 1、基金偏好程度最高的是传播与文化产业、房地产业、批发和零售贸易、采掘业和造纸印刷行业

按照银河证券基金研究中心的分类标准,基于对主动型股票投资方向基金净值表现与市场主要指数之间偏离度走势分析,我们采用逐月移动方法,构建2007年8月份基金调仓遵循的新的行业配置指数,并进而得出基金行业偏好指标——基金偏好度用来衡量基金整体调仓的方向(见下表)。

按证监会分类的22类行业中,

8月份主动投资的股票方向基金偏好程度最高5类行业是:传播与文化176.59%,房地产业143.58%,批发和零售贸易143.31%,采掘业126.93%,造纸、印刷114.91%。与二季度基金偏好程度较高的五类行业前后进行对比可以发现,房地产,采掘业,传播与文化产业在8月份仍然是基金重仓配置品种。与7月份基金偏好度较高的前五类行业比较可以发现,造纸印刷在8月份受到了基金较大程度的增持。此外在基金偏好度较高的前十类行业中,除造纸印刷属于新近出现的行业外,其它行业仍然维持二季度基金大致的仓位布局,只是在具体的偏好程度上出现变动。

从基金对各行业偏好程度指标变化幅度来看,相对于二季度末,7-8月份基金偏好程度明显提高的有以下几类行业:造纸印刷、批发和零售贸易、农林牧渔业、建筑业、机械、设备、仪表、房地产业、金属非金属、木材家具、食品饮料、金融保险业、采掘业、信息技术业、电力等基金偏好程度出现明显降低。

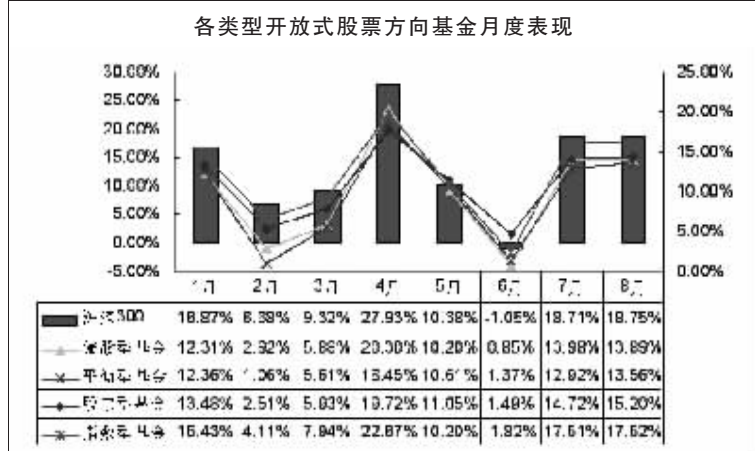
#### 2、造纸印刷、批发和零售贸易、机械、设备、仪表、房地产业等行业二级市场表现与基金偏好方向一致

由于基金偏好度指标涉及基金仓位的变化和市场行业比例的变化,在各行业流通股本保持既定水平前提下,市场行业比例变化更多地受到二级市场价格的影响。我们根据基金偏好度与各行业指数市场表现之间的关系可以将所统计的行业分为以下四个纬度:A.偏好度提高——行业指数相对上升;B.偏好度下降——行业指数相对下降;C.偏好度下降——行业指数相对上升;D.偏好度下降——行业指数相对下降。其中行业指数相对表现可以用各行业期间涨跌幅与全部行业平均涨跌幅进行比较得出。从基金

持仓角度,可以将A-D四个纬度分别对应短期内行业高一中高一中一低四个景气程度。按照该标准分类,则落在纬度A的行业包括造纸印刷、批发和零售贸易、机械、设备、仪表、房地产业、金属非金属、交通运输仓储业,说明这几类行业的二级市场表现与基金偏好方向一致,短期处于较高的景气程度。而处于低景气度的行业包括纺织服装皮毛、电子、电力煤气及水的生产和供应业、信息技术业、食品饮料。

#### 3、基金进行战略性调仓

总体上来看,基金在8月份的行为一方面对中长期看好的行业仍然坚持战略持有,在基金偏好度提升的几个行业中,批发和零售贸易、机械、设备、仪表、房地产业、金属非金属均是基金二季度明确的战略性投资品种,这几个板块分别归属于消费升级、产业机构升级以及资源价格重估几个大的主题,从长期来看也是受益经济增长比较突出的几个板块。这些行业在二季度以来的战略性增仓背景下,其内涵价值逐渐被市场发掘提升。三季度以来基金对这些行业偏好度的提升表明,其后续价值增长潜力仍然为众多机构投资者认可。另一方面,随着二季度末市场回归理性,具备价值支撑的大盘蓝筹品种逐渐由前期的估值洼地转变为市场热点,特别是基金二季度披露以来,其中揭示的基金对房地产、煤炭石油、金融、机械等行业的好进一步推动这些板块向价值高位位置迈进,在这样背景下,8月份基金选择了对部分涨幅过高的行业进行策略性减持,将资金适当的配置于具备概念,同时有一定业绩支撑和估值优势的板块。这样一种布局一方面有利于分散大盘蓝筹短期高估风险,一方面也有利于及时捕获板块轮动中出现的获利机会。(执笔:魏慧君)



## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:9月5日-9月12日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	9.12收盘价	目标涨幅%	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000933	神火股份	招商证券	强烈推荐	9-10	95	59.4	59.93	1.55	38.323	2.29	25.939	1.423	37.943	1.99	27.136
600509	天富热电	广发证券	买入	9-10	48	30.36	58.10	0.366	82.951	0.812	37.389	0.361	80.749	0.799	36.456
600050	中国联通	平安证券	强烈推荐	9-6	12.4	8.13	52.52	0.23	35.348	0.31	26.226	0.214	38.455	0.271	30.43
000839	中信国安	安信证券	买入	9-12	56	36.98	51.43	0.71	52.085	1.17	31.607	0.398	93.025	0.746	49.585
600050	中国联通	国信证券	推荐	9-6	12	8.13	47.60	0.227	35.815	0.294	27.653	0.214	38.455	0.271	30.43
000731	四川美丰	中银国际	优于大市	9-7	28.3	19.41	45.80	0.882	22.007	1.132	17.147	0.875	22.294	1.075	18.145
600423	柳化股份	中银国际	优于大市	9-6	33	22.97	43.67	0.644	35.668	1.098	20.92	0.656	34.489	1.129	20.03
002061	江山化工	南京证券	推荐	9-6	32	23.29	37.40	0.71	32.803	1.14	20.43	0.72	32.611	1.058	22.193
600066	宇通客车	华泰证券	买入	9-5	45	33.39	34.77	0.76	43.934	1.09	30.633	0.802	42.571	1.121	30.443
600888	新疆众和	中信证券	买入	9-10	40	29.68	34.77	0.48	61.833	1.09	27.229	0.493	59	0.904	32.159
600269	赣粤高速	招商证券	强烈推荐	9-6	23.5	17.5	34.29	0.87	20.115	0.95	18.421	0.839	20.768	0.912	19.097
600973	宝丰股份	元富证券	买入	9-7	49.68	37.01	34.23	1.05	35.248	1.6	23.131	1.046	35.086	1.566	23.436
600642	申能股份	上海证券	跑赢大市	9-7	23.1	17.21	34.22	0.7	24.586	0.77	22.351	0.654	26.17	0.7	24.443
600517	置信电气	招商证券	强烈推荐	9-7	69.5	51.79	34.20	0.68	76.162	1.36	38.081	0.75	69.023	1.31	39.527
000338	潍柴动力	国联证券	强烈推荐	9-7	125	93.39	33.85	3.55	26.307	4.46	20.939	3.412	27.008	4.016	22.947
600521	华海药业	国泰君安	增持	9-5	31	23.19	33.68	0.58	39.983	0.82	28.28	0.631	36.41	0.901	25.497
600966	博汇纸业	国泰君安	增持	9-10	25	18.77	33.19	0.71	26.437	0.93	20.183	0.651	28.443	0.899	20.605
000528	柳工	中银国际	优于大市	9-11	46.9	35.51	32.08	1.22	29.107	1.56	22.763	1.195	30.242	1.514	23.879
601398	工商银行	金元证券	增持	9-7	8.4	6.39	31.46	0.28	22.821	0.39	16.385	0.23	27.901	0.315	20.355
600357	承德钒钛	中信证券	买入	9-7	28	21.39	30.90	0.6	35.65	1.17	18.282	0.584	34.148	1.029	19.367
000522	白云山A	安信证券	买入	9-11	16.8	12.87	30.54	0.32	40.219	0.48	26.813	0.292	42.237	0.362	34.116

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的价值认可,目标价与现价差异也从侧面反映了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出具后市场的反应情况等,因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指标,将对您的投资提供新的依据。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

### ■ 信息评述

#### 央行发布8月份金融运行数据

9月12日,中国人民银行发布了2007年8月金融运行数据(2007年8月份金融运行保持平稳)。

#### 国泰君安:

2004年以来的经验表明,银行在面临调控时会极力压缩短期贷款,因而短期贷款发放明显呈现逐季递减特点,但是对于高收益的中长期贷款,则无一减少欲望,今年前8个月的贷款数据再度印证了这一事实。虽然存款利率已经屡次上浮,但是居民定期储蓄增速下降趋势并未扭转,7月份增速已经降至4%,而8月份居民储蓄增速进一步降为8.2%,两者均接近2001年初时的水平。由于流动性过剩局面依旧,而居民储蓄分流趋势不改,对资本市场也构成强有力支撑。

#### 安信证券:

银行体系的主动信贷投放并未出现明显逆转迹象,进一步结合当月大幅的贸易盈余,这两方面因素仍然支持了资产市场的短期走势。尽管8月份货币信贷增速的背离有所缩小,然而考虑到住户部门大幅减持银行储蓄存款,并不断增持股票行为很可能正在放缓,进一步考虑到调控因素将导致信贷增长放缓,以及加息政策的滞后影响,预计货币信贷增速背离的扩大将是趋势性的,并持续到年底前后。从政策面来看,如果信贷继续保持高速增长,可以预期央行可能将采取更加严厉的措施。

#### 中金公司:

央行加大对冲使得M2增速稍有回落,但M1与M2剪刀差持续显示流动性充裕,商业银行资金来源活期化,资金运用中长期化,资产负债期限错配可能潜伏风险。受食品价格推动,通胀压力近期仍将持续,维持年内加息1-2次的判断。鉴于M2增速依然高于央行全年16%的目标,央行还将使用特别国债、存款准备金率调整等组合措施来对冲流动性,同时使用“窗口指导”以及定向发行票据等来控制信贷。此外,央行可能会更注重汇率政策的使用,加快升值步伐,维持年终达到7.3人民币兑1美元的判断。

#### 申银万国:

针对物价继续快涨、信贷创新高,预计央行后续将继续出台紧缩政策。一在实际储蓄存款利率依然为负情况下,预计短期内将再次加息,提高利率的同时将可能进一步调整小基准贷存利差;二继续收紧银行体系流动性,加大公开市场操作力度,存款准备金率继续上调,特别国债发行;三是央行可能进一步对银行信贷进行窗口指导,严控信贷规模。紧缩预期增强,依然对后续债券市场产生很大压力。考虑到流动性趋紧,市场估值偏高等综合因素,短期内股票市场压力也将持续。

#### 中投证券:

狭义货币供应量(M1)同比增长22.77%,说明企业和居民的存款活期化现象依然明显。居民存款减少418亿元,同比减1616亿元,居民“存款搬家”现象明显,更多的储蓄存款流向股市、房地产等领域。金融机构人民币贷款增加3029亿元,按可比口径同比多增1160亿元。其中,中长期贷款贡献近三分之二,这说明8月份固定资产投资增速可能依然偏高。此前的一系列紧缩措施中,央行可能已经考虑到了贷款的增多及居民存款搬家现象,维持央行10月份加息的判断。

#### 联合证券:

考虑到今年已是四度加息,七调存款准备金率的基本背景,依然高涨的货币信贷增幅似乎表明近期货币政策导向收效甚微,有山穷水尽之嫌。其本质原因是,由于资本管制缺乏效率,因而在人民币升值期间利率政策不可能有充分独立性。换言之,利率不可能针对国内目标自主地大幅提升到可以发挥有效效果的“临界点”之上。而只要在“临界点”之下,利率就难有应有成效。总结来看,近期货币政策导向需要改弦更张,加快汇率升值才是其中要害之举;压制外需扩张,收缩总需求水平、抑制通胀水平等关键环节可望有显著成效。

#### 光大证券:

货币供应量(M1、M2)和信贷量增长速度处于较高水平,这将进一步加剧流动性过剩状况,带来更大的通胀压力,推动资产价格的上涨。考虑到前期公布的8月份CPI和贸易顺差数据,本月央行采取紧缩货币政策(如加息)的概率加大。

#### 中信证券:

M1和M2增速总体仍然较高,较为宽松的货币环境可成为通胀和经济过热的温床,值得警惕。结构上看,居民储蓄分流是M2增速慢于M1的重要原因,而短存长贷现象仍然较为严重,央行仍会继续适度从紧的政策,窗口指导、加息等何时出来都不会意外,但“非对称利率政策”可能更加合理。

#### 东方证券:

商业银行在多次上调法定存款准备金率作用下超额率接近下降,出现了一定的资金紧张状况。虽然近月来新增贷款额度不断超出预期,但货币紧缩政策将逐步发挥效应,市场和行政双压制下,四季度货币供给增速和信贷增速都将放缓。预计四季度央行将继续使用数量型和价格型调控手段相结合来执行货币调控,其中包括提高存贷款基准利率1-2次,提高法定准备金率1-2次,结合特别国债和央票的进行公开市场操作,加强窗口指导和发行定向票据等。

#### 长江证券:

M2高位小幅回落,体现出前期央行加大紧缩调控收紧流动性的政策初见成效。但是考虑到流动性源头上我国外贸加工为主结构造成的顺差将持续存在,货币供给量未续升动力仍在,意味着目前的通货膨胀压力将继续有增无减。考虑到存款增多给予银行更多的存贷比空间,年内至少还有一次存款准备金率上调,而辅以特别国债和定向央票的公开市场操作力度也将视当月货币市场整体资金状况相机收放,甚至不排除窗口指导等行政手段出台的可能性。