

步调偏谨慎 酝酿投资新变局

——2007年10月份基金仓位跟踪

○ 银河证券研究所

一、重仓股高位波动，基金谨慎程度逐月增加

1、10月份基金在运作上更加倾向于对风险的谨慎防范

自二季度以来的整个行情发展过程中，基金都较好地把握了市场结构变化所带来的收益。根据我们对各类型基金业绩的统计，截至10月31日，股票型基金、指数型基金、偏股型基金、平衡型基金今年以来净值增长率分别为134.41%、155.02%、126.63%和116.73%。结合各月的数据分析，5月份以来基金业绩基本上能够反映市场上涨过程中的大部分收益，特别是在调整行情中基金往往能够赢得市场走势，由此推动基金今年以来总收益相对意义上不断上升。在10月份的调整格局中，基金在仓位布局上仍然领先，未雨绸缪的同时也较好地获得了市场上涨的收益。

从我们对基金仓位跟踪来看，10月份期间，基金在前两个季度遵循的相对进取型投资思路发生转变，运作上更加倾向于对风险的谨慎防范。回顾基金仓位变化，从二季度末市场大幅调整直至整个三季度的大幅上扬，基金仓位布局先后经历了价值填补——价值引导——价值深化及价值分化过程。二季度末期，基金对人民币升值、资源稀缺与产业结构升级的主题投资思路已经逐步成型，价值填补行情出现；进入7月份后，基金主题投资覆盖下的房地产、采掘业已经成为市场运行中最靓丽行业，在二季度基础上基金继续深化其主题投资思路，进一步加强了对批发零售、房地产业、机械电子设备等行业投资力度。同时对于消费主题下的食品饮料、医药生物、纺织服装等高估值行业进行减持，并积极攫取钢铁等金属行业估值洼地所带来的收益。这种对二季度投资思路的深化较好地把握了市场热点与资金的心理取向，是基金树立对市场引导作用最突出的一次体现；8月份以来，基金重仓股已经累积了过高涨幅，市场风险积聚也导致大盘蓝筹股高位震荡幅度加大，这一时期二、三线蓝筹股担当了市场上涨主力。期间基金在仓位上的调整更加表现为战术性持有，在对中长期看好的品种实施战略性持有基础上，基金一方面对部分涨幅过高的蓝筹股降低仓位，一方面开始涉入造纸印刷、批发零售等中小板块行业，偏高的估值水平促使基金调仓在战略与战术之间寻求互补；进入9月份后，二季度以来多种投资主题并存的仓位布局已经被打破，基金内生性主题投资风格逐渐褪色。在前期坚持的几大投资主题中，除采掘等资源集中行业外，节能减排、环保、重组等题材品种成为基金战术性增仓的主要目标。此外，市场热点的新趋分散促使基金在各行业上分散布局，以寻求中短期获利机会。

二、10月份基金重仓股影响力依旧但其本身所隐含的风险也在加大

交易周的表现统计，10月份市场主要经历了蓝筹股集中发力——市场全面下跌——蓝筹股领涨的市场回升几个过程。从基金重仓股与沪深300指数日涨跌幅对比看，基金重仓股在大幅波动行情中一方面自身也遭受着较大的波动风险，一方面它们止跌企稳的作用仍然比较突出。总体上10月份市场共经历了12个交易日的上涨，6个交易日的下跌，基金重仓股指数相对于沪深300指数的涨跌幅度在上半月的交易日中平均值为0.9849，而在下跌的交易日中平均值为1.0660。很明显，虽然基金重仓股在10月份的行情中依然体现出较大的影响力，但是其本身所隐含的风险也在加大。

3、10月份主动投资的股票方向基金仓位远远落后于指数型基金

结合10月份市场走势，我们对10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1.64%，指数型基金净值平均上升2.64%，偏股型基金净值平均上升1.39%，平衡型基金净值平均上升2.01%。相对于同期沪深300指数涨幅，基金总体上仍保持了较高的获利能力。10月份与9月份对比来看，本月主动投资的股票方向基金远远落后于指数型基金。由于10月份总体体现为蓝筹股的发力上涨，因此指数型基金受益比较充分。

行业指数中的权重进行汇总测算，并将各行业最新权重与基金三季度各行业的配置进行对比(见下表)。

将由于市场运行态势所造成的基金仓位变化因素剔除，得出基金行业偏好指标——基金偏好度用来衡量基金总体调仓方向。可以发现，按证监会分类的22类行业中，10月份主动投资的股票方向基金偏好程度最高的五类行业是：传播与文化产业155.03%、采掘业140.74%、金融保险业139.1%、房地产业130.72%、金属非金属129.15%。与三季度末情况相比，基金偏好度较高的行业总体格局未发生变动，只是在具体偏好度指标上有所波动。其中房地和采掘业自二季度以来就一直处于热点行业，这两类行业在长期通货膨胀背景下，在资源上具备较大控制优势的企业无疑将享受到更大的价值重估溢价；金融行业一方面受到人民币升值这一长期利好驱动，另一方面受到人民币升值这一长期利好驱动，既包括价格脱离业绩支撑的板块，也包括前期涨幅突出的战略品种。以上情况说明了基金10月份的仓位调整总体以防范风险为主，除具备明显业绩支撑的板块和个别周期性行业外，基金对前期涨幅突出行业的偏好度均有不同程度的下降。

4、食品饮料和金融保险业的二级市场表现与基金偏好方向一致

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. 偏好度提高——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的行业表现。

2007年10月份基金股票仓位行业分布 (%)

行业名称	三季度行业分布		10月份行业分布		前后对比		10月份涨跌幅	行业景气度
	基金分布	基金偏好	基金分布	基金偏好	仓位比较	偏好度比较		
农、林、牧、渔业	0.57	50.00	0.44	45.65	0.27	4.35	-9.27	中高
采掘业	7.96	151.62	11.15	140.74	0.06	-10.88	7.43	中
制造业	39.36	92.96	34.63	90.40	-2.52	-2.56	—	—
食品、饮料	4.58	110.63	4.60	113.95	-1.09	3.32	4.45	高
纺织、服装、皮毛	0.23	10.95	0.19	10.25	1.12	-0.70	-8.02	低
木材、家具	0.17	141.67	0.13	129.80	-0.13	-11.87	-12.42	低
造纸、印刷	0.96	96.00	0.74	88.83	-0.21	-7.17	-13.14	低
石油、化学、塑胶、塑料	4.48	77.51	3.81	73.97	0.22	-3.54	-4.12	低
电子	0.59	33.33	0.35	23.29	0.67	-10.04	-12.47	低
金属、非金属	15.22	126.73	14.06	129.15	-3.40	2.42	-3.55	中高
机械、设备、仪表	10.46	95.88	9.29	93.67	-0.47	-2.21	-4.85	低
医药、生物制品	2.44	63.87	2.16	63.48	0.37	-0.39	-5.44	低
其他制造业	0	0.00	0.00	0.00	0.66	0.00	-5.27	低
电力、煤气及水生产和供应业	2.54	47.12	2.41	48.01	2.69	0.89	-3.46	中高
建筑业	0.85	66.41	0.77	64.53	0.43	-1.88	-1.49	低
交通运输、仓储业	7.18	111.66	7.59	111.31	-0.28	-0.35	0.13	中
信息技术业	2.78	70.03	2.66	72.57	0.63	2.54	-1.68	中高
批发和零售贸易	5.5	108.48	4.87	106.69	-0.82	-1.79	-4.79	低
金融、保险业	21.21	131.90	26.25	139.10	-1.47	7.20	17.37	高
房地产业	8.61	131.45	9.42	130.72	-1.01	-0.73	14	中
社会服务业	1.77	78.32	1.50	76.99	0.06	-1.33	-7.56	低
传播与文化产业	0.84	158.49	0.67	155.03	-0.37	-3.46	-13.36	低
综合类	0.84	22.76	0.66	21.11	2.29	-1.65	-10.34	低

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:10月31日-11月7日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	11月7日收盘价	目标涨幅(%)	报告预期EPS		股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	11月7日收盘价	目标涨幅(%)	报告预期EPS	
								2007	2008									2007	2008
002004	华邦制药	上海证券	超大大市	11-1	64.90	25.73	152.24	1.34	2.40	601111	中国国航	中信证券	买入	10-31	30.00	20.29	47.86	0.32	0.58
000066	长城电脑	海通证券	买入	10-31	21.30	11.15	91.03	0.28	0.71	601111	中国国航	兴业证券	强烈推荐	11-1	30.00	20.29	47.86	0.32	0.58
000839	中信国安	安信证券	买入	11-5	56.00	31.40	78.34	0.58	1.20	600497	驰宏锌锗	上海证券	跑赢大市	11-1	140.00	94.88	47.56	3.56	4.00
000012	南玻A	中投证券	强烈推荐	10-31	35.00	19.66	78.03	0.47	0.90	600206	有研硅股	渤海证券	推荐	10-31	32.50	22.08	47.19	0.41	0.65
600423	柳化股份	国信证券	推荐	11-7	39.12	22.98	70.24	0.67	1.22	000537	广宇发展	中投证券	推荐	11-1	23.70	16.15	46.75	0.35	0.79
600150	中国船舶	招商证券	强烈推荐	10-31	400.00	236.43	69.18	5.58	8.26	002123	荣信股份	国泰君安	增持	11-7	120.00	81.79	46.72	1.34	2.21
601919	中国远洋	国泰君安	增持	10-31	81.00	48.78	66.05	1.98	2.70	000898	鞍钢股份	安信证券	增持	10-31	39.00	26.60	46.62	1.19	1.41
002133	广宇集团	光大证券	买入	10-31	34.72	20.95	65.73	0.60	1.24	600779	中银国际	优于大市	10-31	35.50	24.26	46.33	0.40	0.92	
600754	锦江股份	东方证券	买入	10-31	28.00	17.52	59.82	0.41	0.50	000725	*ST东方A	兴业证券	强烈推荐	11-1	18.00	12.32	46.10	0.32	0.64
000951	中国重汽	中信证券	买入	10-31	97.50	63.01	54.74	2.25	3.25	600631	百联股份	东方证券	买入	10-31	30.00	20.54	46.06	0.33	0.43
000829	天音控股	国信证券	推荐	10-31	36.00	23.35	54.18	0.55	0.90	900950	新城B股	群益证券	强力买入	11-2	3.80	2.64	44.10	0.84	1.15
600030	中信证券	兴业证券	强烈推荐	11-2	160.00	103.84	54.08	3.53	4.94	601628	中国人寿	安信证券	增持	11-1	93.00	65.49	42.01	0.72	1.02
600496	长江精工	华泰证券	推荐	10-31	21.00	13.66	53.73	0.42	0.84	600970	中材国际	国金证券	买入	10-31	75.00	52.87	41.86	1.66	2.50
600754	锦江股份	国泰君安	增持	11-1	26.90	17.52	53.54	0.41	0.48	600015	华夏银行	国信证券	推荐	11-6	28.00	19.74	41.84	0.60	1.00
000625	长安汽车	国都证券	强烈推荐	10-31	24.00	15.64	53.45	0.45	0.79	000878	云南铜业	海通证券	增持	11-1	90.00	63.50	41.73	1.25	—
600005	武钢股份	东方证券	增持	10-31	23.80	15.59	52.66	0.83	1.19	000659	华侨城A	国信证券	推荐	11-7	90.00	63.83	41.00	0.76	1.65
600005	武钢股份	世纪证券	增持	11-1	23.80	15.59	52.66	0.85	1.19	000651	格力电器	中信证券	买入	10-31	55.80	39.75	40.38	1.25	1.86
600183	生益科技	天相投顾	买入	10-31	20.70	13.74	50.66	0.52	0.69	000565	渝三峡A	长城证券	推荐	11-2	28.80	20.60	39.81	0.16	0.96
000729	燕京啤酒	兴业证券	推荐	11-2	23.00	15.35	49.84	0.36	0.47	600118	中国卫星	江南证券	持有	11-1	49.00	35.24	39.05	0.36	0.71
600360	华微电子	中信证券	买入	10-31	30.00	20.11	49.18	0.70	1.00	000063	中兴通讯	联合证券	增持	11-2	72.00	51.97	38.54	1.32	1.70

说明：
1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识，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，同时也要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出售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测水平的指标，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

央行发行90亿央行票据

央行周四在公开市场发行90亿央行票据。

齐鲁证券：

仅从数量来看，发行量比上周同期增加一倍。其中，3年期央行票据发行量为60亿元，是上周的四倍。3个月央行票据发行量为30亿元，与上周持平。央行货币政策在注重经济增长、就业、物价稳定、国际收支平衡等多个目标之间的全面协调，实现可持续发展方面成效日益显著，但是过剩流动性使得央行货币政策面临较大压力。在此期间，央行频繁进行公开市场操作，央行发行在收紧流动性方面起到了一定作用。我们认为，稳中从紧的货币政策取向将使下阶段管理层在收紧流动性方面加大力度。虽然货币政策未有针对证券市场的目标，但由此形成的资金供应紧张将影响市场热情。市场运行到6000点左右以来，市场情绪日益谨慎，面对目前的高位，场内观望情绪凝重，管理层接连明确紧缩预期，将在一定程度上使得股市受抑。

人民币对美元首破7.45

周三，人民币汇率对美元中间价报7.4476，汇改以来，人民币对美元升值了11.13%。央行官员表示，坚持资本账户管制是对抗国际流动性冲击的最后防线，为应对外汇投机资本撤离，我国可考虑加征外汇流出税。

兴业证券：

与其说人民币加速升值，不如说美元加速贬值。根据国际货币基金组织BIS公布的数据，10月份人民币名义和实际有效汇率指数分别为98和98.41，较上月下降1.01%。同期人民币对美元升值0.56%，但人民币对欧元和英镑分别贬值1.4%左右，这使得人民币有效汇率大幅贬值。

周二隔夜市场上，美元再次遭到抛售，次级债危机使得有关美国经济增长前景的担忧挥之不去。市场认为美联储仍有必要采取进一步措施来缓解金融市场的动荡，基准利率仍有可能被调低，从而降低了美元资产的利差优势，国际重要投资者近期纷纷转向以其它货币计值的资产。另外，石油和黄金价格也受到美元疲软提振，纽约原油期货价格突破98美元，国际现货黄金价格也突破840美元。

树欲静而风不止，在美国加速贬值而中国经济维持强势和加息背景下，中国输入型流动性过剩的格局难以改变，这必然带来资产价格的持续膨胀。而且在紧缩流动性政策调控下，资产泡沫进程将延长，资产泡沫特征更呈现出不同特征的资产泡沫此起彼伏，从垃圾股泡沫到蓝筹股泡沫，未来可能还有其它特征的泡沫。

《外商投资产业指导目录》颁布

经国务院批准，国家发改委和商务部日前联合颁布了《外商投资产业指导目录(2007年修订)》，自今年12月1日起施行。此前发布的《外商投资产业指导目录(2004年修订)》将废止。

申银万国：

作为一条产业政策，新的外商投资目录之目的在于利用外资帮助中国进行产业结构升级，改变目前中国经济增长中那些不人意的地方。实际上，这些不尽如人意的地方一定程度上是由目前的外资政策造成的，比如低要素价格、顺差、自主创新不足甚至环保问题。

我国是世界上第二大FDI流入国，FDI作为一种长期投资，在为中国带来经济增长所需要的资本同时，也避免了短期资本流入的种种弊端，比如金融动荡。与此同时，FDI还能避免直接进口或者技术许可方式产生的问题，即有助于提高国内企业的管理水平、技术水平和竞争能力。但是FDI的涌入也带来了一系列问题：第一，FDI在产生“挤出效应”的同时，也产生了显著的“挤出效应”。也就是说，削弱了国内企业的竞争能力，由此导致的一个结果是人们对“市场换技术”的质疑；第二，外资来中国，除了看中中国的巨大市场外，更重要的是看中中国的廉价要素，比如土地和劳动力。这就必然导致FDI在中国的投资，更多的是低技术含量的产业；第三，既然外资来中国主要依赖于中国的低成本，那么加工工业就是外资主要投向的产业，由此外资在华企业贡献了中国出口的大部分，也造成了中国巨大的贸易顺差；第四，在鼓励外资政策下，地方政府之间在争夺外资上付出了巨大努力，努力的方式就是力争用更低的成本吸引外资，比如更优惠的税率，更低的环保标准，更多的政策保护，更便宜的土地等。在这种模式下，吸引的外资质量不能得到保证。总结起来，我们看到，外资在对中国带来巨大收益的同时也带来了巨大的成本。随着中国经济实力的增强和转变增长方式的需求日益迫切，改变外资政策是水到渠成的事情。

此次外资调整政策主要方向是：鼓励外资向更高层次的产业投放，带动中国产业升级。在这种背景下，两高一资行业的投资必然受到抑制，而中国目前比较欠缺的产业则受到鼓励。这又主要集中在高层次产业，比如高新技术产业和农业生产相对不足的行业，比如农业。关于其影响，我们认为：

首先，必然会对FDI的流入产生一定影响，将有部分外投资向成本更低的国家和地区，短期内FDI数量或许会受到影响。不过对整个投资和经济增长的影响非常有限，因为外资占投资比例是非常低的(6.8%左右)，但可能会对出口造成一定影响，只是这个影响不会快速表现出来，而是逐步的过程。

其次，由于该政策属于产业政策，所以更重要的是对不同行业影响的差异。我们认为，高附加值产业，比如装备制造、高新技术产业、环保产业，外资或许会赢得机会，相关并购可能会增加，对上市公司而言也是利好。同时，现代服务业，比如金融、物流将有更多的外资进入，对于相关行业和上市公司而言这也是机会。相反，对于部分高能耗产业，相关机会或许正在消失，比如家电等传统制造业、高污染的重化工业、资源行业。

最后，就地区而言，我们认为东北地区机会比较大，这是政策鼓励的重点方向。并且基于其良好的基础，也是外资乐意进入的地区。