

持仓重在防御 操作倾向波段

——2008年1月份基金仓位跟踪

总体上来看,2008年初的市场一方面面临宏观调控政策的压力,另一方面外部环境的阴霾引发了市场短期之内的急速下跌。在这样的背景下,寻找防御性的抗周期性行业成为2008年初基金仓位布局的指导思想,波段性操作构成新时期基金仓位变化的主要特色。经过2007年11月份在仓位上的大力调整,2007年中期以来基金围绕蓝筹股展开的投资思路彻底终止,在后续行情中更加注重对抗周期性行业的选取。进入2008年1月份后,基金延续了去年底以来的操作思路,抗周期品种继续受到关注。同时随着市场风险程度的加大,迫使基金通过波段性操作获取短期收益。这一时期,基金对食品饮料、商业贸易、医药以及造纸印刷等前期市场回升中涨幅较大的品种进行收益兑现。同时随着蓝筹板块中部分战略品种的不断下探,其在估值上的泡沫得到大幅挤压,由此引起部分基金的重新关注。

○ 银河证券研究所

一、谨慎小心为基金业绩带来保证

1、基金对市场运行趋势的前瞻性优势突出

除具备分散投资这一天然优势外,基金对市场的前瞻性把握也为其业绩的保持提供了较好的保障。特别是2007年中期至今,随着市场风险程度加大,基金后一方面的优势体现得更加突出。根据我们对各类型基金业绩的统计,截至2008年1月31日,股票型基金、指数型基金、混合偏股型基金、混合平衡型基金过去一年净值增长率分别为88.75%、90.24%、81.24%和78.25%。其中主动投资的股票型基金与指数型基金累计收益仅差不足2个百分点,而在2007年5月这一差距为12.58个百分点,说明随着基金在2007年中期以来的趋势而起,目前已经基本上取得了类似于市场的收益。这种情况一方面是由于基金把握了市场单边上扬行情中板块轮动出现的获利机会,更重要的是在去年11月份以及2008年1月份市场大跌行情中,基金在仓位上的准备为其提供了先机,其遭受的折损远远低于市场指数的平均跌幅。

2、基金并不急于新一轮的仓位布局

从去年12月份至今年1月份,基金并未着手立即进入新一轮的仓位布局,更多是保持一种轻松观望的态度。从各类型基金净值增长和市场指数之间的对比可见一斑,期间沪深300指数上涨11.85%,股票型基金、指数型基金、混合偏股型基金、混合平衡型基金净值分别上涨10.98%、12%、10.35%和9.2%,主动投资的股票方向基金并未赢得类似于市场平均水平收益,这种情况与基金一贯的特性相悖。因为基金主动选股的能力往往在个股活跃行情中表现的最为突出,而与此相反的业绩说明基金并未在仓位上作出积极的准备。

3、谨慎观望、小心操作成为基金短期内的主要风格

从1月份的行情看,按照各个交易周的表现统计,1月份的行情主要经历了蓝筹股抬升——蓝筹股大幅下跌——市场全面下跌这一板块格局的变动。由于在2007年四季度的仓位调整中,基金重仓蓝筹股的特征已经趋于弱化,因此在1月份蓝筹股领跌行情中基金重仓股相对占优。特别是在1月15日之前的大部分时间里,随着市场稳步攀升,其上涨重心逐渐向基金重仓股转移态势非常明显,在9个交易日中有6个交易日均表现为重仓股领涨行

情;不过随着外部环境的改变,基金重仓品种随即经历一波较为惨烈的杀跌,最终促成市场全面下调。不过从两个指数的对比中我们仍可以发现,在市场下跌途中每一次止跌企稳基金重仓股均成为引领市场回升的主力。总体上1月份市场共经历了9个交易日下跌,13个交易日的上涨,基金重仓股指数相对于沪深300指数的涨跌幅在上涨的交易日中平均值为0.999,而在下跌的交易日中平均值为-0.972。正是由于在整个下跌行情中基金重仓股的顽强表现,为基金业绩提供了支撑。

总体上来看,2008年1月份的市场面临着新的特点,板块之间呈现新的格局,但是基金在具体的仓位布局上仍然处在2007年底的起跑线上;谨慎观望、小心操作成为短期内基金仓位变动的主要风格。而正是这种相对消极的态度反而随着市场的大幅下跌为其业绩带来了积极的影响。

二、策略性操作成为主导基金短期获利的主要思路

2008年以来,面对着新的环境,基金前瞻性的视野再次发挥优势,大类资产配置被提到史无前例的高度。在操作上谨慎性的态度促使基金尽量压缩其在股票方面的仓位水平,不过这种在大类资产方面的谨慎态度并不意味着基金在获取短期收益方面无所作为。通过把握不同行业及板块的起伏波动赚取收益在风险加大的行情中自然成为基金众多选择之一。特别是经过对2007年仓位格局的重新洗牌之后,在未能寻找到有实质性支撑的长期投资品种情况下,策略性操作有望成为主导基金获利的主要思路。

1、基金仓位测算
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的分析,我们采用逐月移动方法,构建2008年1月份基金仓位遵循的新的行业配置指数。我们综合考虑了导致基金净值变化的行业变动因素和基金当期仓位表现出的总体风格,在市场环境短期不出现大幅波动情况下,可以作为预测基金仓位在各行业之间具体走向的参考。

基于可得的数据和分析,如果可以推断主动型开放式股票投资方向基金整体上按照新的行业配置指数中的比例进行仓位调整,则我们可以将所得出的各行业前后两个阶段比例上的变化作为考察基金调仓方向的依据。同样采用2008年1月31日的数据,对各行行业在新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2007年四季度各行业的配置进行对比(见下表)。

2、基金偏好传播与文化产业、金融保险业、食品饮料、房地产业和金属非金属

由于基金在行业上的仓位变化不仅受到主动调仓的影响,同时在统计区间内各行业的上涨或下跌行情会造成基金持有市值的变化,从而推升或降低各行业在基金净值中的比重,因此我们结合各统计时期市场各行业分布比例,将由于市场运行态势所造成的基金仓位变化因素剔除,得出基金的行业偏好指标——基金偏好度,用来衡量基金的调仓方向。可以发现,按证监会分类的22类行业中,1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161.65%、金融保险业135.99%、食品饮料123.08%、房地产业121.14%、金属非金属116.31%,以上这几类行业均是2007年四季度基金前五大重仓行业。其中金融保险、房地产业、金属非金属汇集了市场的主要蓝筹股,是基金长期重仓持有的战略性板块;食品饮料行业在2007年四季度以来开始进入基金重仓范围,该行业在去年行情中

表现低迷,但随着宏观紧缩政策的实施,抗周期性行业成为资金关注的主要对象。此外,该行业内部产品提价预期、较为明显的奥运概念以及整体上市和资产注入的实施都克服了行业整体高估的困境,在基金重仓板块中的地位明显提升。

金融保险和房地产业从2007年初至今,基金对其一直保持着较高的偏好程度。金融板块以银行业为代表,虽然2008年以来央行实行从紧的货币政策,商业银行2008年贷款规模和投放节奏受到控制,但银行业贷款规模增速仍保持在较高水平。同时考虑2008年一季度的利率重估和所得税率下降两大因素,我国银行业2008年的盈利水平仍能保持高速增长。此外银行业整体估值水平偏低,其目前股价隐含市盈率仅为22.56倍,属于典型的估值洼地,由此促使基金保持对该行业的高偏好程度;而房地产业属于内需拉动板块,强大的需求有利于其克服短期存在的政策瓶颈,而且一季度行业盈利预期也构成了基金持续保持对该行业重仓的原因。

3、1月份基金有波段操作获取收益倾向
从基金对各行业偏好程度指标

行业名称	去年四季度行业分布(%)		今年1月份行业分布(%)		前后配置对比(%)		1月份涨跌幅(%)	行业景气程度
	基金仓位分布	基金偏好	基金仓位分布	基金偏好	仓位比较	偏好比较		
农、林、牧、渔业	0.55	49.11	0.59	44.54	0.04	3.18	4.97	高
采掘业	8.18	102.76	9.02	114.03	0.84	10.62	-15.81	中高
制造业	38.3	97.55	38.25	94.86	-0.05	-0.13	-7.89	—
食品、饮料	5.72	128.83	5.49	123.08	-0.23	-5.17	-9.39	低
纺织、服装、皮毛	0.27	14.29	0.27	14.03	0.00	-0.18	-10.34	低
木材、家具	0.16	145.45	0.09	92.37	-0.07	-67.63	-15.88	低
造纸、印刷	0.85	92.39	0.81	84.00	-0.04	-3.63	-4.17	中
石油、化学、塑胶、塑料	5.28	94.96	5.47	89.69	0.19	3.13	-1.68	高
电子	0.57	33.33	0.64	34.39	0.07	3.58	-5.55	高
金属、非金属	11.89	117.37	11.56	116.31	-0.33	-3.31	-11.44	低
机械、设备、仪表	10.39	102.77	10.55	100.64	0.16	1.49	-7.24	高
医药、生物制品	2.95	79.3	2.79	73.89	-0.16	-4.15	-9.15	低
其它制造业	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.25	高
电力、煤气及水生产和供应	2.35	41.01	2.21	40.59	-0.14	-2.61	-15.2	低
建筑业	1.24	79.49	1.21	77.38	-0.03	-2.11	-13.05	低
交通运输、仓储业	6.98	97.62	7.10	106.22	0.12	1.72	-15.57	中高
信息技术业	3.68	85.38	4.08	86.97	0.40	8.50	-2.26	高
批发和零售贸易	5.27	111.65	5.02	104.93	-0.25	-5.32	-9.42	低
金融、保险业	22.03	132.87	20.51	135.99	-1.52	-10.10	-19.8	低
房地产业	7.54	128.89	7.67	121.14	0.13	2.03	-4.91	高
社会服务业	1.7	78.34	1.69	78.82	-0.01	-0.25	-11.33	低
传播与文化产业	0.73	155.32	0.76	161.65	0.03	6.33	-13.9	中高
综合类	0.72	23.08	0.74	22.83	0.02	0.74	-6.14	高

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:1月21日-2月20日)

股票代码	股票简称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		EPS一致预期		目标价	2月19日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	2007	2008		
600468	百利电气	西南证券	无	点评报告	2-13	--	--	--	--	0.101	0.395	--	14.91
600970	中材国际	中投证券	强烈推荐	深度报告	2-13	1.510	43.159	2.150	30.312	1.469	2.278	86.00	65.17
002033	丽江旅游	广发证券	持有	点评报告	2-5	--	--	0.625	43.360	0.672	0.637	28.13	27.10
002083	季华股份	中金公司	推荐	深度报告	2-4	0.270	52.148	0.430	32.744	0.278	0.433	17.80	14.08
601898	中煤能源	招商证券	无	新股研究	2-1	0.400	56.125	0.430	52.209	0.402	0.499	--	22.45
601898	中煤能源	中金公司	无	新股研究	2-1	0.437	51.373	0.505	44.455	0.402	0.499	--	22.45
600518	康美药业	天相投顾	增持	点评报告	2-1	--	--	0.510	34.706	0.287	0.470	--	17.70
002216	海隆软件	天相投顾	增持	点评报告	1-31	0.470	62.766	0.740	39.865	0.460	0.649	--	29.50
000563	陕西国投	兴业证券	观望	点评报告	1-31	--	--	0.250	78.720	0.203	0.470	21.00	19.68
601919	中国远洋	光大证券	买入	点评报告	1-31	1.970	20.599	2.210	18.362	1.772	2.259	55.25	40.58
000982	*ST中纺	中信证券	持有	点评报告	1-29	0.550	21.964	0.400	30.200	0.550	0.400	12.00	12.08
002100	天康生物	海通证券	买入	深度报告	1-29	0.520	47.385	0.830	29.687	0.563	0.839	30.00	24.64
600406	国电南瑞	上海证券	大市同步	一般报告	1-28	--	--	0.750	44.013	0.558	0.713	30.00	33.01
002212	南洋股份	中信证券	无	新股研究	1-28	0.650	46.662	0.760	39.908	0.686	0.825	--	30.33
601898	中煤能源	中信证券	无	新股研究	1-25	0.460	48.804	0.560	40.089	0.402	0.499	--	22.45
002216	三全食品	中信证券	无	新股研究	1-25	0.739	--	0.906	--	--	--	--	--
002207	准油股份	中信证券	无	新股研究	1-25	0.280	80.536	0.320	70.469	0.280	0.346	--	22.55
600879	火箭股份	中投证券	强烈推荐	深度报告	1-24	0.510	50.196	0.730	35.068	0.510	0.706	37.60	25.60
601988	中国银行	中投证券	中性	点评报告	1-23	0.200	28.150	0.260	21.654	0.218	0.307	6.50	5.63
000963	华东医药	平安证券	强烈推荐	深度报告	1-22	0.406	42.685	0.525	33.010	0.403	0.528	23.19	17.33
000686	东北证券	平安证券	中性	点评报告	1-21	2.240	18.871	2.530	16.708	2.154	2.595	--	42.27
002205	国统股份	兴业证券	无	新股研究	1-21	0.359	76.351	0.577	47.504	0.356	0.576	--	27.41

说明:“首次关注”品种由于市场关注度不高往往非对称信息体现得较为

明显,在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向,一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构早

已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■ 信息评述

1月份CPI为7.1%创11年新高

国家统计局发布数据显示,1月份居民消费价格总水平(CPI)同比上涨7.1%,创11年来月度新高。居民消费价格指数在2007年全年平均上涨4.8%,成为1997年以来的年度最高涨幅。

国泰君安:

我们认为,实际利率为正是抑制通胀扩散的唯一途径。美国在上世纪70年代经历了痛苦的滞胀,给我们的深刻教训在于:美联储在1975年以后实施了相对低利率政策以刺激经济增长,在之后五年时间内联邦基金利率均低于物价水平,在客观上纵容了通胀的扩散。而在1979年沃克尔出任联储主席之后,正是其坚定不移地实施了高利率政策,才使得物价逐步恢复至低位水平。另外,同样是面临全球价格上涨,高通胀的印度物价在2007年以来出现了明显的下降势头,起决定作用的应是期间存款利率坚定不移的提升。从2006年初至今,印度存款利率的下限由5.25%提升至8.25%,基本上覆盖了物价的上涨。由此我们认为,管理层若要治理通胀,继续提升存款利率为重中之重。

申银万国:

到目前为止,1月份的主要经济指标已公布完毕。考虑到外需减速有助于经济自然减速,防通胀可能更成为当前的政策核心。值得关注的政策至少包括以下四个方面:1.继续通过临时价格干预抑制生活必需品的价格上涨;2.通过上调存款准备金率、加大公开市场操作力度来对冲过多的流动性,缓解流动性过剩带来的通货膨胀压力。由于上调存款准备金率并不需要太多的政策协调,近期上调的可能性很大;3.通过加快升值来抑制输入型通货膨胀的压力,预计3月底人民币对美元汇率将可能达到1:7的水平;4.继续加息。理论和历史经验都告诉我们加息对于稳定通货膨胀预期非常有效,由于通货膨胀率迅速提高,实际利率已经下降到-2.9%的水平,再次加息势在必行,预计一季度利率将提高1次。由于加息的目的主要是为了防止通货膨胀,加息仍有可能采取非对称的方式进行。

兴业证券:

从对比基期来看,1月份基期导致的翘尾因素对CPI的贡献为5.78%,新涨价因素对CPI的贡献为1.32%,改变了去年7月份以来新涨价因素占主导地位的局面。未来几个月翘尾因素对CPI贡献仍在5%左右,CPI仍将维持高位。从中长期因素来看,美元持续走软、国际粮食生产供小于求和替代能源工业普遍实施,国际农产品自今年以来连续大幅上涨,对我国农产品价格有较大的推动作用。进而增加饲养业和食品价格成本,导致二线城市价格上涨。

外需偏冷和中美利率倒挂导致国际资金流入使得央行不敢过度使用紧缩的加息政策。不过国内信贷高投放和通胀压力,使得央行不得不继续实施从紧货币政策以防止全面通胀。对于未来从紧的货币政策,我们预计将以继续上调存款准备金率、加速升值和变相加息为主。

我国将进一步实施积极的就业政策

中国政府网19日公布《国务院关于促进就业工作的通知》。通知提出,完善政策支持体系进一步实施积极的就业政策。

海通证券:

2002年以来国家推行积极的就业政策,通过各项优惠措施鼓励企业吸纳困难群体就业,或扶持他们自主创业。但是本轮经济周期是以重工业化为特点,这种工业化模式并不有利于对剩余劳动力的吸收,因此导致了我国就业形势不容乐观。国内需求跟不上产能扩张,使经济很大程度上依靠外需,从这个意义上,积极就业政策的进一步落实有助于提高内需、刺激消费,使我们经济走上平衡发展的轨道。

■ 行业评析

全额征收四种成品油消费税

财政部、国家税务总局日前发出《关于调整部分成品油消费税政策的通知》,从今年1月1日起,国家恢复对石脑油、溶剂油、润滑油按每升0.2元征收消费税,燃料油按每升0.1元征收消费税。

中金公司:

对中石化和中石油是轻微利好,但影响有限。这一举措是国家为可能出现的石脑油需求缺口而提前做出的准备,从侧面来看也是稳定国内成品油供应的一个新途径。此次调整属于对原有消费税的全额征收,从政策出台的时机看,其用意可能是要堵住以往消费税征收的漏洞。

国金证券:

本次政策调整实际上从享受减税政策恢复为全额征收消费税,主要原因在于抑制石脑油的出口以满足国内乙烯及芳烃的需求。由于国内成品油定价机制制约,国内炼厂不愿用石脑油增加汽柴油产量,而倾向于直接出口。由于石脑油价格紧跟国际市场,所以直接销售石脑油而不是用石脑油生产价格受到管制的汽柴油或者低毛利率的乙烯,这是保证炼厂降低亏损的有效措施。本次政策的恢复一定程度上封堵了炼厂的这一投机做法,按2007年出口数据计算,将增加行业成本32亿元,其中中石油、中石化合计不足1/2,对公司影响不大。

燃料油消费税恢复对行业的影响方面,2006年国内生产燃料油2264万吨,占成品油产量的比例10%左右。本次恢复消费税全额,将增加行业成本16亿元,其中中石化约8亿元,中石油约6亿元,中海油影响1亿元左右,总体影响不大。

另外,此次全额征收燃料油消费税,即一头上调燃料油消费税,而另一头控制电网上网价格,将使得燃油发电企业成本大幅上升。但电力上市公司中涉及燃油电厂的很少,仅有深能源有部分燃油电厂,因此对电力上市公司业绩影响很小。