

# 仓位全面下降 防通胀成主线

## —2008年第一季度基金季报分析

●份额变动方面,一季度开放式基金存量规模继续扩张,但增速明显放缓。且资金正由高风险基金向低风险基金流动,其中高风险基金有可能面临发展的拐点,对基金的真正考验还在后面。

●股票仓位方面,一季度以股票为主要投资方向的基金仓位全面下降。如果说封闭式基金仓位下降有分红因素影响,那么股票型基金和混合型基金仓位下降则反映出基金管理人对后市的谨慎态度。

●行业投资方面,在基金投资比例较大的行业中,基金对石油化工和房地产业几乎没有分歧,都是以增持为主,而对电力、金属非金属、金融保险和交通运输则都是以减持为主;基金对农林牧渔、纺织服装、信息技术和采掘业的分歧较大;超额配置方面,基金对农林牧渔的配置比例还有提升空间,而金融保险和交通运输业仍有减持空间。

●股票投资方面,基金个体的股票投资集中度有所上升。联系到基金整体股票投资集中度的提升,说明基金在寻找传统重仓股以外的机会,并通过收缩防御形式来抵御市场波动。同时也表明基金对重仓股选择的趋同性有所弱化,这将有利于降低相关重仓股的流动性风险。

◎国都证券研究所

### 一、资金由高风险基金向低风险基金流动

1、整体规模继续增长,增长速度显著放缓

2008年第一季度开放式基金的存量规模继续扩张,但增速只有2.68%,增速自2006年中期以来首次降至个位数。规模增长绝对值方面,与2007年第四季度相比,开放式基金的存量规模增加了545.81亿份,同样为近几个季度的最低值。截至3月31日,已成立的开放式基金合计为314只,总份额为20879.87亿份。

老基金的净申购和新基金的发行共同推动了本季度开放式基金存量规模的上升。其中,老基金净申购规模为76.60亿份,占一季度开放式基金增量部分的14.03%;新发基金方面,一季度有8只新发基金成立,合计贡献了469.21亿份基金份额。

2、高风险基金发展面临拐点,低风险基金继续扩张

虽然开放式基金的存量规模继续扩张,且老基金整体仍然呈现净申购,但这并不能掩盖不同风险类型开放式基金之间明显的结构性分化。首先是申购赎回方面,一方面,以股票投资为主,风险和收益相对较高的股票型基金和混合型基金整体出现了净赎回情况。虽然9.24亿份的净赎回规模并不大,但却是自2006年底以来首次出现这样的情況。另一方面,以投资固定收益类产品为主的债券型基金和货币型基金,继2007年第四季度出现较大规模净申购之后本季度再次整体表现为净申购。两类基金在申购赎回方面的分化显示随着股票市场的持续低迷,资金正在由高风险基金向低风险基金流动,其中高风险基金有可能面临发展拐点,其份额火爆热销局面在短期内将难以再次上演。与此同时,低风险基金将成为今后一个阶段市场发展的重点。

3、业绩对基金份额变动依然有正面影响

我们统计了业绩与基金份额变动关系,结果显示,在剔除了个别极值之后,股票型基金第一季度业绩表现和份额变动仍然具有一定的正相关关系。说明在股票型基金净值全面缩水背景下,虽然投资者整体对股票型基金的净赎回并不明显,但投资者并没有消极等待,有部分投资者将资金由绩差基金向相对抗跌的基金转移。除了业绩因素影响外,高比例分红和比例拆分也依然是影响基金份额变动的重要因素。一季度净申购比例最大的10只基金中4只进行了份额拆分,有2只进行了高比例分红,说明仍然有相当规模的投资者在

进行基金投资时以单位净值高低作为重要的选择依据。

#### 4、基金平均规模继续提升

一季度开放式基金的平均规模继续提升。按照我们对开放式基金规模的分类,规模在50亿份以上的基金数量所占比率上季度有明显上升,而50亿份以下的基金数量在基金总数中所占的比例则相应回落。从规模在百亿份以上的72只基金构成情况来看,以股票为主要投资方向的股票型基金和混合型基金继续占据绝对优势。

小规模基金方面,份额在2亿份以下的基金数量较上季度有所减少。一季度末只有10只基金份额低于2亿份,除了7只股票型基金之外还有3只货币型基金,这说明低风险基金的发展仍然具有结构性特点。值得一提的是,本季度没有发现份额在5千万份以下的基金,这也是近几个季度来首次出现这样的情况。但这并不意味着相关基金就彻底摆脱了清盘风险,毕竟大规模的赎回潮还没开始。

### 二、基金仓位全面下降

1、基金对股票市场的话语权明显削弱

一季度未公布投资组合的基金资产净值合计为25711亿元,未能站稳3万亿元的整数关,较2007年第四季度末下降了21.68%,这也是基金总净值自2005年底以来首次出现下降。从基金资产净值的构成情况来看,股票资产仍然是基金最主要的配置对象,其占基金总净值的比例为69.56%,但较2007年第四季度末下降了27.65%。其它资产方面,权证资产、现金资产和其它资产全面下降,只有债券资产出现了14.16%的增长。

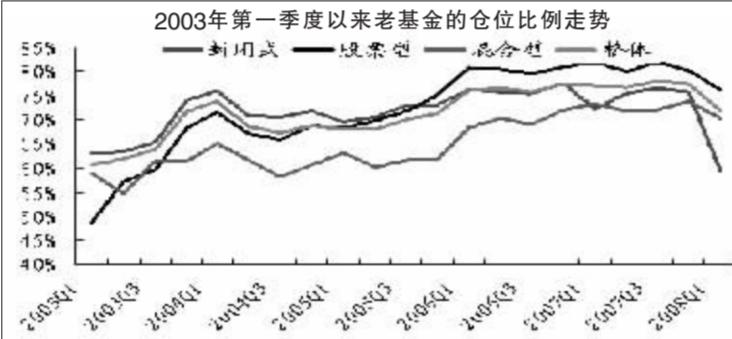
2007年第四季度相似,本季度减仓继续成为基金操作的主旋

一季度以股票为主要投资方向的基金仓位(不包括被动性投资为主的指数型基金)全面下降,243只老基金平均仓位由2007年第四季度末的77.53%下降至本季度末的72.05%。从各类基金仓位变化情况来看,封闭式基金仓位下降幅度最大,由上季度末的75.86%大幅降至本季度末的59.40%,下降了16.46个百分点,创2003年以来最大降幅,同时59.40%也是2003年以来的最低仓位水平。封闭式基金仓位大幅下降与其年度大比例分红有直接关系。封闭式基金目前所采取的一次性大比例分红对于个体来说是理性的,但对整体来说则是非理性的,管理层有必要推动封闭式基金改变其目前所持的分红策略。

势交易者的特点仍然明显。从一季度基金个体仓位分布情况来看,基金在向低仓位集中,仓位在60%以下的基金数量占基金总数比例由上季度末的4.71%大幅上升至25.49%。与此同时,仓位在60%以上的基金数量占基金总数比例明显下降,且仓位越高的基金数量占基金总数的比例下降越大。虽然从总数上来看,仓位在70%-90%的基金在数量上仍然占据着一定优势,但优势已不再明显。

#### 3、抵御通胀仍然是基金行业操作的主基调

1、电力、金属非金属和金融保险遭遇基金全面减持,农林牧渔分歧较大



如果将封闭式基金仓位下降有分红因素影响,那么股票型基金和混合型基金的仓位下降则反映出基金管理人对后市的谨慎态度,股票型基金和混合型基金仓位分别较上季度末下降了4.52%和4.22%。虽然第一季度基金平均仓位明显下降,但仍高于2006年以前的仓位水平,其中股票型基金的平均仓位为76.18%,距最近仓位限制仍有较大空间。

与2007年第四季度相似,本季

度减仓继续成为基金操作的主旋

律,且减仓的数量占基金总数的比例较2007年第四季度有明显上升,由上季度的58.85%增加至本季度的70.08%。从增减仓的比例分布来看,虽然仓位下降在0-5%的基金数量占基金总数比例仍然最大,但较上季度有明显降低。与此同时,减仓幅度在20%以上、10%-20%和5%-10%的基金数量占基金总数比例明显上升,其中减仓幅度在20%以上的基金数量占基金总数的比例上升幅度最大。基金作为趋

一季基金对主要行业进行了较大比例的调整,其中对金融保险业、金属非金属业和交通运输业(以行业航空为主)进行了较大比例的减持,行业配置比例都降低了1个百分点以上,金融保险业的配置比例更是下降了4.16个百分点。与此同时,基金对石油化工(以行业化肥农药为主)和房地产的配置比例都提升了1个百分点以上。基金对相关行业的增减持一方面反映了基金对宏观经济减速的担忧,另一方面也说明基金并没有全面消极防守,仍然在寻找一些投资机会。

我们还统计了基金个体对各个

行业配置比例的增减情况,统计结果显示与基金整体行业配置比例变动情况较为类似。我们还研究了基金对不同行业增减持的分歧情况,因为历史数据来看,基金增减持分歧不大的行业,基金在下一阶段会延续先前的操作,而基金分歧较大的行业往往在下一阶段有较大的波动。统计结果显示,在基金投资比例较大行业中,基金对石油化工和房地产业几乎没有分歧,都是以增持为主,而对电力、金属非金属、金融保险和交通运输则都是以减持为主;分歧较大的行业方面,基金对农林牧渔、纺织服装、信息技术和采掘业的分歧较大,孰对孰错在二季度将有明确答案。

从基金在一季度末的行业配置

比例来看,虽然基金对金融保险、金

融保险和交通运输则都是以减持为主;分歧较大的行业方面,基金对农林牧渔、纺织服装、信息技术和采掘业的分歧较大,孰对孰错在二季度将有明确答案。

2、基金仓位大范围、大比例下降

3、成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

4) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

5) 在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上表并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统

属非金属以及机械设备业减持幅度较大,但这三大行业仍然名列基金行业配置前三名,这与相关行业在市场中的比重较大有重要关系。

2、基金对食品饮料业偏好明显

从某种程度上来说,基金的行业超额配置比例数据更能反映基金在行业投资上的真实意图,因为这可以消除相关行业在市场中的自然权重影响。统计结果显示,一季度在基金投资比例较大的行业方面,基金对食品饮料、房地产、批发零售、采掘业和石油化工进行了较为明显的超额配置,而这几个行业也是基金一季度增持对象。与此同时,基金对电力和农林牧渔进行了较大比例的负向超额配置,说明农林牧渔就配置空间来说还有较大的提升空间。我们还注意到,基金在一季度减持的几大行业中,金融保险的超额配置首次为负,而交通运输业的超额配置比例也由上季度的正值变为本季度的负值。与此同时,金属非金属以及机械设备虽然被减持较多,但超额配置比例仍然为正值,说明基金对这两大行业仍有减持空间。

3、基金行业投资集中度继续回落

由于基金对配置比例最大的前三个行业进行了全面减持,使得基金的行业投资集中度在本季度继续回落,但整体仍处于较高水平,相关行业对基金影响依然较大。

从基金个体的行业集中度来看,不同类型基金的行业集中度在一季度也继续下降,说明降低行业集中度是大部分基金的共同选择。

### 四、重仓股投资收缩抵御市场波动

1、基金个体股票投资集中度有所上升

如果将基金作为一个整体,一季度基金重仓股投资集中度较2007年第四季度有所回落,前10大、30大和50大重仓股的集中度分别由上季度末的45.62%、71.35%和82.33%下降至本季度末的42.24%、67.86%和79.25%。说明基金在降低传统重仓股的投资比例,以降低相关股票对基金净值的影响。

从基金个体的股票集中度情况来看,以股票为主要投资方向的主动型基金平均股票集中度在一季度较2007年第四季度有所上升。联系到基金整体股票投资集中度的提升,说明基金在寻找传统重仓股以外的机会,并通过收缩防御形式来抵御市场波动。

2、基金对重仓股选择的趋同性有所弱化

一季度末基金十大重仓股的平均基金数较2007年第四季度末有明显回落,由上季度末的98.1只下降至本季度末的87.3只。与此同时,基金十大重仓股中基金所持筹码占流通盘比例也由上季度末的36.40%下降至本季度末的34.74%,表明基金对重仓股选择的趋同性有所弱化,这将有利于降低相关重仓股的流动性风险。

3、重仓股操作基本反映基金行业选择

我们对基金第一季度新增、增持、减持和剔除的重仓股进行统计,结果显示,基金对重仓股的操作基本反映了基金对行业的选择。

(执笔:姚小军)

### ■信息评述

#### 进一步规范中小板公司高管买卖股票

深交所和中国结算深圳分公司4月28日联合发布《关于进一步规范中小企业板上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票行为的通知》。

齐鲁证券:

通知规定,中小板公司应当及时制定董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动的专项管理制度,并在公司章程中明确规定高管在申报离任六个月后的十二个月内出售本公司股票比例不得超过50%。对中小板公司高管买卖本公司股票行为进一步规范,这将在一定程度上缓解因公司高管集中买卖行为对股价的影响。

#### 美国新屋销量有望在第四季度见底

申银万国:

结论或投资建议:1、美国经济正在经历衰退的考验。2、美国新屋销量还将继续下降,见底企稳的时间可能在今年第四季度。3、到那时,住宅市场低迷将不再成为直接拖累美国经济增长的因素。4、对彼时美国经济的研判应当侧重对家庭消费能否复苏的预测,以及在非美地区经济走弱、美元汇率反弹背景下,对美国出口形势的预测。5、美国新屋销售中间价的同比跌幅将在今年第四季度前后出现收敛,而售价的完全企稳则要到2009年以后。

原因及逻辑:1、由于新屋销量代表了对新增住房的需求,并由此带动新屋的开工建设。而且从历史上看,新屋销量变化略微领先于现房销量,因此,对新屋销量趋势的研判可以在“量”的层面把握美国住宅市场的未来。2、观察美国1960年代以来的历史,每次新屋销售绝对量与售价同比波幅的低点,必然伴随着实体经济的衰退。而实体经济的衰退,也几乎必然伴随着新屋销售量的低点。当前美国新屋销售的量和价再次同时出现快速下跌,显示经济陷入衰退。3、长期以来,美国新屋销量一直在一个稳定的区间内波动,销量触及区间上下限的时点分别对应于实体经济的高峰和低谷。4、未来美国新屋销量还将继续向历史波动区间的底部逼近,假定保持现有下降速度,则将于今年第四季度见底。5、新屋库存销比的高企,是造成美国新屋售价不断下跌的主要原因。若新屋销售在今年第四季度回升,则库存也将在此前后回落,新屋售价跌势将开始收敛。

有别于大众的认识:1、美国新屋销量见底企稳的时间可能在今年第四季度,从而不再成为直接拖累美国经济增长的因素。2、对彼时美国经济的研判应侧重于消费和出口。3、美国新屋售价的跌势将在今年第四季度前后收敛,而售价的完全企稳则要到2009年以后。

### ■行业评析

#### 预期不明维持房地产行业中性评级

光大证券:

截至4月中旬,我们跟踪的城市里除了上海以外,大多数城市的成交量仅及去年同期日均成交量的一半左右,环比数据也起伏不定,没有形成明确的趋势,显然各地市场的观望心态仍然普遍存在。价格方面,总体而言,除了深圳和广州有明确的下调趋势,其它城市的平均房价目前仍较为平稳,就成交情况最为乐观的上海而言,最近一周住宅平均成交量超过去年4月份均成交量约5%,但这部分成交量中包含了今年动迁配套房较多的因素。上海普通住宅(不含动迁配套)上周环比略有回落,目前也没有明显的回暖趋势。

从楼市情况来看,无论是消费者还是开发商对后市都没有形成明确定期,进而造成了目前市场的萎靡。即将到来的5月份是传统的销售旺季,如果销售量持续低迷,将会影响开发商全年业绩的实现,并有可能在下半年引发目前大部分城市仍然坚挺的房价下调。鉴于消费者对房价下跌的悲观预期和自住型需求需要银行信贷支持的现实,我们认为银行放松按揭贷款是成交量放大的必要条件,但现在从宏观层面还看不到货币政策放松的信号。

目前一季度各项宏观数据已经公布,紧缩性货币政策开始显现效果。一季度在消费需求实际增长速度稳定、出口增长速度回落的同时,固定资产投资实际增幅明显下降,由去年同期的20.9%下滑至14.7%,为近年来最低点。我们认为,如果固定资产投资持续快速下降,可能会导致管理层调整政策。但从现在的情况来看,从紧的政策还会持续一段时间。

有消息称,银行为了规避开发贷款沦为坏账的风险,开始给开发商施加降价销售的压力,同时部分现金流压力大的公司开始出售项目。投资方面,我们认为印花税下调后房地产板块的走势属于短期内的超跌反弹,行业基本面并未出现改观,维持中性评级。

#### 糖价跌破成本战略机会来临

信达证券:

云南糖会上对于本榨季国内1450万吨食糖产量以及本榨季消费量增幅有限的观点在很大程度上推动了糖价暴跌,而会议上有关部门领导对于后期收储政策的讲话则进一步加重了市场看空氛围。

近来广西食糖批发市场糖价已跌破3300元/吨,而目前广西糖厂成本基本处于3100-3300元/吨,受灾严重的地区成本更达3400元/吨。由于产区批发糖价已经低于成本,广西绝大部分制糖企业已经停止报价。

国内食糖供大于求的数量约百万吨,但考虑到国家及广西未来的收储可能及淀粉糖替代性的缩水,食糖过剩远没有想象中的严重,不排除人为夸大。尽管受冻害影响糖产量不降反升,冻害的真正影响主要在下一榨季。另外,目前的糖价也会影响农户的甘蔗种植积极性。国际糖市供大于求有望在明年扭转,国内外糖价涨幅仍然远落后于其它大宗农产品,当前糖价甚至低于饲料豆粕。随着玉米价格上涨,等甜度玉米淀粉价格已达4133元/吨,高出糖价近千元,替代空间显著。

尽管糖价很低,但糖业公司业绩已经开始回暖。维持对糖业“强于大势”评级和对南宁糖业、贵糖股份和广东甘化的买入”评级。

## 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:4月21日至4月29日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2008年第一季度			2008年一致预期			2009年一致预期		
市值(亿元)	占净值比例(%)	市值增长率(%)	EPS	P/E	P/B	EPS</th						