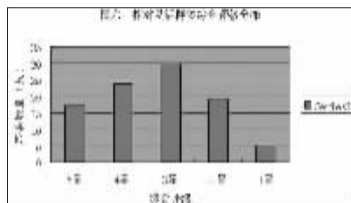
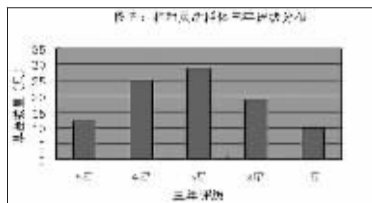
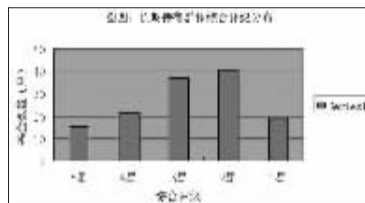
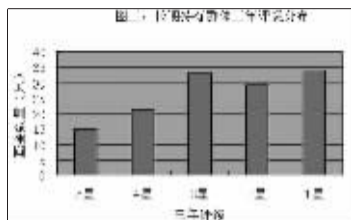
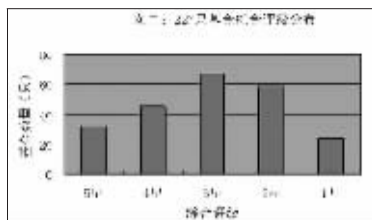
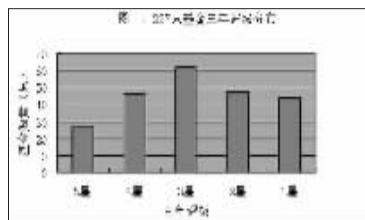


浅析集中持股的美国大盘股基金业绩



◎晨星(中国)研究中心 黄晓萍

在投资界,分散化投资颇受人们的青睐,其将组合布局在众多股票上,实现风险控制降低波动之目的。与此形成鲜明对比的投资风格是集中持股,把筹码配在少数股票上,彰显了基金经理的充分自信和对股票的深度挖掘。那么,集中持股的策略效果究竟如何?本文以美国国内股票型基金中的大盘股基金作为研究样本,尝试寻求其中的答案,并留下思考的空间。

在选择样本基金的时候,考虑到持股的数量与基金持股的规模风格关系密切,比如大盘股、中盘股、和小盘股基金的平均持股数量存在较大差异,因此仅以晨星数据库中美国国内大盘股票型基金(U.S. Large-Cap Stock Fund)作为研究对象,这些基金主要投资于美国国内股票并且持股的规模风格为大盘股,按照基金层面计算即不考虑分级因素,大约有1592只。我们从中筛选出具备三年以上历史的业绩数据、最近三年持股平均不超过50只股票的基金,共有227只。在衡量业绩时,采用其成立时间最长的基金级别作为基础。

这227只基金最新的平均资产规模为8.56亿美元,中位值仅1.71亿美元,远低于全部美国国内大盘股票基金平均16.56亿美元的水平和中位值2.16亿美元的水平。前者换手率平均为69%,中位值为43.50%;低于大盘股票基金79%的整体平均水平和中位值51%的水平。

集中持股的整体业绩与波幅

这227只集中持股的基金究竟业绩如何?由于其风格有所差异,分别属于大盘价值型、大盘平衡型和大盘成长型基金,所以我们用晨星星级评价来考察其过往的业绩,以反映其与同类基金相比的风险调整后收益水平。首选的指标为三年评级;在假设其集中持股风格长期未发生变化的前提下,也观察综合评级(对三年、五年和十年评级的综合衡量)的分布,以了解其更长期的业绩表现。

从三年评级看,227只基金的星级优劣有些接近正态分布,但1星占19%,高于5星所占12%的水平。从综合评级看,1星的比例明显降低到11%,5星的比例提升到14%,3星、2星的比例也有所提升。这在一定程度上反映了集中持股在相对较长的周期内更有可能战胜其同类基金。关于评级分布请参阅表一、图一和图二。

对于组合中不超过50只股票的资金,人们往往会认为其风险很高,而

分散化投资的组合经理则把风险控制作为主要理由。事实真是这样吗?此前晨星对大量基金近15年的研究显示,如果以波动幅度即标准差衡量,那些集中度排在同类基金前25%的基金波动幅度相比同类并不特别高或者特别低。并且,在集中投资的基金中,换手率低即具有较长的投资周期的基金个体波动甚至平均低于同类基金的一般水平。

对于本次研究的227只集中持股的大盘股票基金,我们重点考察其三年波动幅度与同类基金对比的状况。将各类基金最近三年收益的波动幅度由低到高进行四分之一排序,观察上述227只基金所处的位置。

有82只基金处于同类较低的前二分之一,占比36%,其中仅有1只基金处于最低的1/4,81只处于第二个1/4;有101只基金处于第三个1/4,占比45%;有44只基金处于第四个1/4,占比19%。

换言之,在我们的研究对象中至少有三分之一低于同类平均水平。因此,集中持股未必就意味着高波动。

在集中持股的基金中,根据换手率的高低又可以分成两类不同的风格群体。我们以美国国内大盘股票基金年换手率的中位值51%为标准,把227只集中持股的基金划分成为两大阵营,一类是“长期持有群体”即年换手率小于或等于51%,有132只基金;另一类是“相对灵活群体”即年换手率大于51%,有95只基金。以下就分别考察这两类群体的业绩与波幅。

长期持有群体

在投资行业,巴菲特的追随者众多,高集中持股、低换手率和长期持有

表一:227只集中持股基金评级分布

晨星评级	三年评级(只)	综合评级(只)
5星	27	32
4星	46	45
3星	62	67
2星	48	59
1星	44	24

综上所述,关于集中持股的美国大盘股票基金,我们得到如下初步结论。

- 1.在相对更长的周期内,集中持股的基金更有可能战胜其同类基金,对于低换手率的集中持股基金即“长期持有群体”尤其如此。
- 2.集中持股未必意味着高波动,最近三年的收益波动幅度显示,在样本基金中至少有三分之一低于其所属同类基金的平均水平。其中换手率较高的“相对灵活群体”的收益波动水平整体要高于“长期持有群体”。
- 3.对于集中持股、低换手率的“长期持有群体”而言,多数基金业绩相对平庸,能够缔造辉煌战果的仅是少数优秀的基金经理。

的策略也倍推崇。但是,组合集中和低换手率只是巴菲特的特点之一,同样的宝剑交给不同的人,亦可能结果大相径庭。以下就来观察类似风格的基金业绩表现如何。

从三年评级看,132只基金中,5星基金占比11%,4星基金占比16%,而1星基金占比达26%。从综合评级看,5星和4星的比例没有变化,但1星的比例大幅下降到14%,而2星基金的比例明显提升。请参阅图三和图四。

这印证了长期持有群体在较长的周期内更有可能战胜其同类。而更为重要的是,无论三年评级还是综合评级的分布,透露出的信息是,对于集中持股、低换手率的基金而言,多数基金业绩相对平庸,能够缔造辉煌战果的仅是少数优秀的基金经理。

从长期持有群体最近三年收益的波动幅度看,按照在同类基金中由低到高的四分之一排序,有59只基金处于第二个1/4,占比45%;有52只基金处于第三个1/4,占比39%;有21只基金处于第四个1/4,占比16%。

相对灵活的群体

晨星评级分布显示,在集中持股的基金中,换手率较高的相对灵活群体战胜同类基金的概率要大于低换手率的长期持有群体。请参阅图五和图六,在相对灵活群体95只基金中,从三年评级看,5星基金占比13%,4星占比26%,而1星占比11%;从综合评级看,5星基金的比例上升到18%,4星占比25%,1星的比例下降到5%。这也从另一个侧面说明了用相对较长的周期考察,这些基金更有可能战胜其同类。

从相对灵活群体最近三年收益的波动幅度看,按照在同类基金中由低到高的四分之一排序,有1只基金处于第一个1/4,有22只基金处于第二个1/4,占比23%;有49只基金处于第三个1/4,占比52%;有23只基金处于第四个1/4,占比24%。说明相对灵活群体的收益波动水平整体要高于长期持有的群体。

国都证券基金仓位监测报告——

7月以来股票基金主动增仓2%

◎国都证券 苏昌景

国都证券上周基金仓位监测结果显示,上周五245支开放式基金平均仓位为69.42%,相对前周仓位变动0.63%。其中,股票型基金平均仓位为70.30%,相对前周仓位变动0.58%;混合型基金平均仓位为26.89%,相对前周仓位变动3.20%;指数型基金的平均仓位89.68%,相对前周仓位变动-0.66%。事实上,剔除上周股票市值下降因素影响,245支开放式基金相对前周主动调仓幅度为0.95%,其中股票型主动调仓0.92%。混合型主动调仓3.47%,指数型主动调仓-0.53%。整体上来看,不同类型的基金仓位调整策略并不相同。

上周市场震荡加剧,多空观点也进一步出现分歧。245支基金中有31支基金大幅主动减仓(减仓幅度超过5%),占比12.65%,有44支基金小幅减仓(减仓幅度介于2%与5%之间),占比17.96%,有56支基金大幅主动加仓(加仓幅度超过5%),占比22.86%,有35支基金小幅加仓(加仓幅度介于2%与5%之间),占比14.29%。主动加仓2%以上的比主动减仓2%以上多出6.53%,仓位变动幅度小于2%的占比32.24%,总体上大多数基金经理对于市场基本保持了比较谨慎的看法。

从仓位分布变化来看,开放式基金仓位向70%-90%区间集中。相比前周,上周开放式基金仓位小于70%的基金

减少了3.27%,其中股票型基金仓位小于70%的基金减少了3.74%。

从不同基金公司来看,存在一定分歧。相比前周,上周有24家基金公司主动减仓,平均减仓幅度3.71%,其中主动减仓幅度靠前的5家基金公司分别为东方基金、华商基金、摩根士丹利华鑫、天弘基金、诺德基金。其中东方基金主动减仓幅度最大,主动减仓12.77%。相比前周,上周有34家基金公司主动加仓,平均加仓幅度为3.37%,其中加仓幅度靠前的5家基金公司分别为天治基金、银河基金、银华基金、国海富兰克林基金、招商基金。其中天治基金主动加仓幅度最大,主动加仓14.52%。

历周基金仓位与市场变化:最近五周开放式基金的仓位一直维持在较低的水平:五周平均仓位为69.85%,比二季度公布的仓位低-0.41%,其中股票型基金五周的平均仓位为70.64,比二季度公布的仓位低-0.42%。

仓位下降的原因来自于A股市场不断下跌而引起的被动下降。事实上除7月25日那周基金出现主动减仓以外,最近四周基金一直采取小幅加仓行为,截至上周五,245支开放式基金相对二季度公布的仓位平均主动加仓1.79%,其中股票型基金平均主动加仓2.02%。总体来看,基金仓位调整谨慎,四周呈现小幅加仓的一部分原因也来自于大部分基金在二季度仓位逼近契约底线,继续减仓的空间相对有限。

相对前周主动减仓前十大基金统计(2008.08.22)

基金类型	基金名称	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报仓位变动
股票型	东方龙	76.01%	93.59%	-17.58%	-17.47%	-9.32%
股票型	长盛精选	74.78%	87.31%	-12.53%	-12.34%	-5.54%
股票型	嘉实主题	80.91%	92.17%	-11.25%	-11.13%	-1.72%
股票型	华商领先	84.19%	95.00%	-10.81%	-10.73%	-5.69%
股票型	大摩基础	58.55%	69.60%	-11.04%	-10.67%	-14.98%
股票型	融通领先	77.08%	87.55%	-10.47%	-10.28%	-4.55%
混合型	海富通收益	53.54%	63.17%	-9.63%	-9.22%	-15.21%
股票型	融通成长	50.08%	59.69%	-9.61%	-9.19%	-11.98%
股票型	天弘精选	67.52%	76.82%	-9.30%	-8.96%	-15.82%
股票型	嘉实优质	71.95%	80.77%	-8.82%	-8.55%	-0.48%

相对前周主动加仓前十大的基金统计(2008.08.22)

基金类型	基金名称	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报仓位变动
股票型	天治优选	59.75%	40.00%	19.75%	20.17%	-5.28%
混合型	天治增长	25.12%	7.12%	18.00%	18.11%	-2.50%
股票型	宝盈策略	92.78%	76.99%	15.78%	16.09%	14.86%
股票型	中信红利	76.65%	61.79%	14.86%	15.27%	1.51%
股票型	合丰周期	78.91%	64.50%	14.41%	14.81%	9.43%
股票型	荷银精选	88.42%	74.24%	14.18%	14.52%	10.49%
指数型	长盛100	95.00%	81.04%	13.96%	14.23%	0.18%
股票型	银河稳健	70.20%	58.09%	12.11%	12.53%	10.91%
股票型	中银中国	60.21%	48.70%	11.51%	11.95%	-0.34%
股票型	银河银泰	71.64%	60.55%	11.09%	11.51%	13.47%