

从半年报看基金投资风格的转变

◎国都证券 姚小军

基金2008年半年度报告数据显示,基金的投资风格在2008年上半年发生了较大的改变,在风格资产配置方面,持股风格以大盘平衡型为主,且投资风格比较集中,羊群效应较为明显。

换手率方面,2008年上半年基金整体的换手率有所降低,从基金的换手率与净值规模的关系来看,两者呈现出一定的负相关关系。

持股数量方面,平均持股数量有所增加,说明基金整体向分散投资策略转移。

基金持股向大盘平衡型集中

对2008年中期的基金风格投资做了相关统计结果来看,整体而言,基金的持股高度趋同化,在规模风格划分上,大盘股占到将近95%,在价值成长划分上,平衡占绝对优势,并且大部分68.55%的呈现明显的大盘平衡型特征。

具体来看,在价值型、平衡型和成长型中,所有平衡型基金占70.32%,比价值型基金和成长型基金多出40.64%,说明大部分基金经理还是偏好于平衡型基金。由于平衡型基金处于价值和价值的中间,处于进可攻,退可守的主动有利地位,无论是价值型基金占优还是成长型基金占优,平衡型基金都处于一种相对中庸位置,风格比较保守,而价值型和成长型相对比较激进,纵向的数据表明只有29.68%的基金经理喜好激进的风格投资。

从规模偏好来看,基金以大盘股基金为主,大盘股基金(包括大盘价值、大盘平衡、大盘成长)占所有基金的94.70%,原因一部分在于基金经理追求强流动性,一部分原因在于大盘上市公司比较透明,研究机构对大盘上市公司研究较多,基金经理投资大盘股风险较小。

平衡型基金和大盘型基金较多,是否意味着这种类型的基金能够取得比其他品种基金更高的收益?我们通过研究天相风格投资指数就可大体得出各风格基金的收益情况。

结果显示,首先,从上半年成长价值风格指数收益率来看,价值型股票的收益率要高于成长型股票,而2008年上半年价值型基金的比例为最低;其次,从规模风格指数来看,小盘股收益最高,大盘股居中,中盘股收益最低,而2008年上半年中小盘股基金的比例最低;最后,从复合风格指数来看,小盘价值收益最高,大盘价值其次,而2008年上半年小盘价值型基金缺失,大盘价值型基金占比10.95%,在大盘型基金中比例最低。

从上述结果可以看出,基金在风格投资的把握上并没有明显优势,大部分基金呈现明显的大盘平衡型特征或许正是由于基金公司欠缺风格优势判断能力情况下的选择。

从沪深股市基金事后投资风格的统计来看,从2007年中期到2008年中期,基金的投资风格分布发生了很大变化。

从规模风格来看,一直以来基金以大盘股为主,虽然占比在不断减少,但仍高达94.70%;从价值-成长风格来看,价值型基金占比不断减小,而平衡型基金占比不断增加。事实上,相当一部分基金是被动的成长-价值风格转换,一直以来基金持股都以大盘股为主,在2007年上半年市场普遍高估,大盘股相对其他股票来说就成为价值型,而随着后期股市的不断深入调整,中小盘股票

的价值凸显出来,而此时基金持股并未发生转向。

各种风格的基金数量在三期变化很快,没有呈现稳定的趋势,它至少说明了大部分基金缺乏稳定的投资风格,也反映了基金业还没有形成自身风格特征的意识。由于基金热衷于风格追逐,羊群效应最后必然形成基金在一些风格的扎堆现象。基金的风格扎堆和持股的高度集中放大了市场风险,在风格优势转变时将会出现多杀多的惨烈局面,这无疑对市场稳定和基金业绩不利。

从具体基金来看,三期中保持稳定投资风格的有65支,其中大盘成长型2支,它们是博时主题行业和银河稳健;大盘价值型2支,它们是富兰克林国海弹性市值和交银施罗德精选;另外61支是大盘平衡型。

基金股票整体换手率有所降低

基金股票换手率反映的是基金是采取长期持股的策略,还是运用波段操作的策略,同样是基金投资风格的一个重要指标。

对于基金股票换手率的计算,我们采用基金报告期内的成交金额除以平均持股市值,基金年报中涉及基金成交金额数据的共有两处,一处是报告期内买入股票成本总额和报告期内卖出股票收入总额,一处是股票成交量,两处数据会有所差异,主要原因是股票成交量不含新股申购和存量股票买卖的税费,在此我们选用报告期内买入股票成本总额和报告期内卖出股票收入总额的数据,对于基金的平均持股市值,我们选择基金期初、期中和期末的数据进行平均。以2008年上半年为例,该报告期基金的股票换手率计算公式为:

$\text{换手率} = \frac{\text{报告期内买入股票成本总额} + \text{报告期内卖出股票收入总额}}{\text{期初基金平均持股市值} + \text{期末基金平均持股市值}} \times 100\%$

需要说明的是,对基金股票换手率的计算很难做到非常准确,因为基金在报告期内的股票投资市值不是均匀变动的,尤其是当基金净值规模发生较大幅度变动时,计算结果的偏差将更大。

统计结果显示,2008年上半年权益类基金(包括股票型基金、混合型基金和封闭式基金,不包括指数型基金,下同)整体的换手率有所降低,尤其是与2007年上半年相比,降低幅度尤为明显,这与2008年上半年基金申购赎回相对稳定,使得由于申购赎回资金频繁进出而导致的基金换手有显著的降低有很大的关系,另一方面2008年上半年股票市场处于缩量调整阶段,市场缺乏大规模的板块和明显的波段操作机会也在一定程度上降低了基金的换手。

各类权益类基金中,混合型基金换手率较高,且超过了2007年下半年的换手率,这与混合型基金数量较少,而少数基金异常的高换手率数据影响了混合型基金整体换手率的准确性。我们注意到,2008年上半年封闭式基金的换手率较2007年下半年也有明显的提高,这与封闭式基金在2008年上半年进行大比例分红,从而使得净值变动幅度较大有直接的关系。相对而言,股票型基金的数据具有一定的可靠性。

我们统计了2008年上半年不同类型净值规模的基金平均换手率情况,结果显示两者呈现出一定的负相关关系,基金净值规模越大,相应的换手率越低,而净值规模较小的基金,换手率则相对较高,这与股票市场交投逐步平

淡,小规模基金投资更为灵活有关,与此同时,规模较大的基金则面临较高的冲击成本。

统计数据显示,2008年上半年不同基金管理公司旗下权益类基金股票换手率分化较大,广发基金、上投摩根基金、景顺长城基金和富国基金等几家基金管理公司2008年上半年平均换手率均在150%以下,广发基金更是低至78.82%,说明这几家基金管理公司都是以持股为主,较少进行大规模的调仓或波段操作,我们注意到这几家基金管理公司在2007年上半年和2007年下半年的换手率同样大幅低于行业平均水平,说明其投资风格一直比较稳定。

我们还统计了权益类基金换手率与业绩的关系,在2007年上半年、2007年下半年以及2008年上半年这两者的关系并不稳定,2007年上半年和2007年下半年两者呈现负相关关系,而在2008年上半年则表现为正相关关系,而且两者的相关系数均不高。这说明,一方面换手率并不能直接决定基金的业绩表现;另一方面不同市场环境下换手率对基金的业绩影响是不同的。

从选择基金的角度来说,我们更加青睐低换手率的绩优基金,对于高换手率的绩优基金则采取相对谨慎的态度,毕竟频繁交易面临着较大的不确定性,而对高换手率的绩差基金,我们则建议采取适度回避的态度,因为这在一定程度上说明这类基金缺乏清晰的投资思路,交易处于某种失控的状态。

基金分散化投资趋势加强

基金持股数量是指基金持有的股票个数,其在一定程度上反映了基金投资集中度,是采取分散投资的策略,还是集中投资的策略。

我们统计了最近三个统计期,不同类基金的平均持股数量,结果显示,相比2007年中期,2008年中期股票型基金的持股数量同比增加了7.6%,而封闭式基金的持股数量同比增加了21.8%,不过混合型基金持股数量同比减少17.4%,由于混合型基金数量较少,因此受少数基金的持股数量影响较大。整体来看,在当前市场下,基金的投资分散化程度有所加大。

通常认为,股市波动性大的个股选择的风险也会逐步加大,此时通过传统的选股以及择时的主动化投资模式准确把握行业和个股投资机会的难度将会越来越大,偏向于分散化、多元化的投资思路或许会给基金带来好的业绩。但是也有人持不同观点,比尔·米勒认为分散化投资可能使投资者陷入市场中最糟糕的那些板块中,过度分散投资也使得一些基金经理被批判成指数复制投资者,他们担心犯错,就不敢偏离指数成分股。他认为基金经理就应该在自己看好的目标上集中投资,而不是撒胡椒面似的到处投资。

为了考察投资分散化程度与业绩的关系,我们按照2008年中期基金(仅考虑股票型和封闭式基金)持有股票个数进行排序,并将其分成两组,一组是高数量持股组,一组是低数量持股组,分别考察两个基金组合的份额加权平均收益率。

统计结果显示,高数量持股组的周平均收益率为-1.53%,低数量持股组的周平均收益率为-1.56%,T检验的P值为0.49,远大于检验水平0.05,因此我们不能拒绝“两组之间的收益率不存在差异”的零假设。即我们认为08年上半年持股数量与业绩之间不存在显著关系。

国都证券基金仓位监测报告——

不惧调整 上周股基增仓1.52%

◎国都证券 苏昌景

国都证券最新基金仓位监测报告结果显示,截至上周五245支开放式基金平均仓位为70.54%,相对前周仓位变动-0.42%。其中,股票型基金平均仓位为71.69%,相对前周仓位变动-0.22%;混合型基金平均仓位24.92%,相对前周仓位变动-2.51%;指数型基金的平均仓位89.88%,相对前周仓位变动-1.32%。事实上,剔除上周股票市值变动因素影响,245支开放式基金相对前周主动调仓幅度为1.24%,其中股票型主动调仓1.52%。混合型主动调仓-1.00%,指数型主动调仓-0.59%。整体上来看,不同类型的基金仓位调整策略并不相同。

上周市场继续下跌,基金之间的分歧比前周有所加大,245支基金中主动加仓2%以上的比主动减仓2%以上多出20.82%,比前周减少5.71%。245支基金中有55支基金大幅主动加仓(加仓幅度超过5%),占比22.45%;有54支基金小幅加仓(加仓幅度介于2%与5%之间),占比22.04%;有21支基金大幅主动减仓(减仓幅度超过5%),占比8.57%;有37支基金小幅减仓(减仓幅度介于2%与5%之间),占比15.10%;仓位变动幅度小于2%的占比31.84%。总体上大多数基金经理对于市场基本保持了比较谨慎乐观的看法。

从仓位分布变化来看,相比前周,上周开放式基金仓位位于60%-70%的基金增加了2.86%,≥90%的增加了1.63%,80%-90%之间的减少了4.08%。其中股票型基金仓位位于60%-70%的基金增加了3.27%,高于90%的增加了

2.80%,80%-90%之间的减少了6.07%。

从58家基金公司来看,仓位操作策略存在一定分歧,但是相比前周分歧有所减小,选择加仓的基金公司占据绝大多数。相比前周,上周有42家基金公司主动加仓,平均加仓幅度为3.32%,其中加仓幅度靠前的5家基金公司为金鹰基金(12.5%)、摩根士丹利华鑫基金(12.2%)、天弘基金(10.3%)、中海基金(8.5%)、华商基金(8.4%)。有16家基金公司主动减仓,平均减仓幅度靠前的5家基金公司为天治基金(-9.5%)、新世纪基金(-6.2%)、泰达荷银基金(-5.6%)、万家基金(-5.3%)、银河基金(-3.4%)。

历周基金仓位与市场变化:最近七周开放式基金的仓位一直维持在较低的水平:七周平均仓位为70.11%,比二季报公布的仓位低-0.16%,其中股票型基金七周的平均仓位为70.97%,比二季报公布的仓位低-0.09%。

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。除7月25日那周基金出现主动减仓以外,最近六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报公布的仓位平均主动加仓4.81%,其中股票型基金平均主动加仓5.42%。总体来看,基金仓位调整谨慎,六周累计呈现5%左右的净加仓的部分原因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,部分原因也来自于经过上半年的大幅调整,市场估值的压力得到较为充分的释放,未来市场可能存在阶段性和局部性机会。

相对前周主动减仓前十大基金统计(2008.09.05)

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	64.10%	79.68%	-15.58%	-14.07%	-0.93%
股票型	宝盈资源	67.81%	81.28%	-13.47%	-12.05%	-15.19%
股票型	光大红利	77.71%	90.00%	-12.29%	-11.44%	-6.29%
股票型	荷银精选	75.03%	86.38%	-11.36%	-10.25%	-2.90%
股票型	德盛小盘	59.88%	71.64%	-11.76%	-9.87%	-1.89%
股票型	合丰周期	69.94%	80.00%	-10.06%	-8.56%	0.46%
混合型	荷银预算	20.01%	30.46%	-10.45%	-8.56%	-0.99%
股票型	天治核心	68.02%	78.06%	-10.04%	-8.44%	3.71%
股票型	华夏复兴	64.62%	74.12%	-9.50%	-7.72%	1.82%
股票型	银河国泰	58.46%	67.80%	-9.34%	-7.32%	0.29%

相对前周主动加仓前十大基金统计(2008.09.05)

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	金鹰中小盘	68.63%	55.58%	13.05%	15.31%	3.14%
股票型	大摩基础	72.00%	61.59%	10.40%	12.58%	-1.53%
股票型	大摩资源	48.93%	39.24%	9.69%	11.84%	1.23%
股票型	中海红利	95.00%	84.64%	10.36%	11.58%	15.04%
股票型	中海成长	66.32%	57.28%	9.04%	11.28%	-0.80%
股票型	天弘精选	73.77%	65.54%	8.22%	10.30%	-9.57%
股票型	建信优选	79.80%	71.43%	8.36%	10.25%	5.63%
股票型	金鹰优选	71.75%	64.09%	7.65%	9.77%	-0.94%
股票型	长盛精选	72.46%	64.85%	7.61%	9.71%	-7.86%
指数型	中小板	100.00%	91.07%	8.93%	9.70%	1.60%

资料来源:国都证券“基金大师”数量化分析系统