

二季度基金投资策略

在之前的《二季度基金投资前瞻》中，我们分析了二季度股票市场和基金投资可能迎来转机。这已经被4月23日以来股市的强劲反弹所验证。在短暂的普涨过后，投资者更加关心二季度的投资机会是否能够延续，会以怎样的方式延续。对于基金投资者，如何应对市场的阶段性变化，是否有值得关注的投资机会呢？

二季度股市投资主线：修复性上涨+结构配置调整

按照每季度基金投资策略惯例，对股市当前和未来一段时间的中期趋势判断，是决定基金投资策略的基础。面向基金投资者我们不需要对股市投资策略做细致深入的分析，但是理解股市变化的关键趋势以及对基金投资的影响是十分重要的。

虽然各种负面因素仍在，二季度股市运行的主要力量很可能转为以修复性上涨为主导；但更远的基本面隐忧和估值体系重构仍将左右机构投资者的行为，这为更长趋势的判断带来许多不确定性。目前的判断二季度将是暴跌后可能出现阶段性的投资机会，股市将以震荡上涨和结构性分化来实现对过度下跌的修复。

中期趋势的判断：修复性上涨

二季度股市投资主线首先是修复性上涨。股市的变化总有一些微妙的时点，在这些时点上利空和利多的力量对比发生转折，由量变转向质变，从而改变某个阶段内决定股市运行的主要矛盾。各方面正面因素的逐渐积累和互相配合是A股市场发生转机的必要条件。在股市出现罕见的快速下跌后，正面因素的累积终于迎来了转机，印花税下调正是触发这一时点的事件。

■ 强烈的政策意图启动反弹

对于政府是否应“救市”的讨论在股市暴跌至3300点时骤然升温，这不是偶然的。观察管理层在股市下跌后期一系列的密集动作，了解A股历史和现实格局的投资者都能得出结论，政府出台明确的“救市”政策几乎是必然的。一系列政策的出台更像是管理层与市场博弈的过程，管理层只是在谨慎地选择出手的位置和时机。3000点这个仅有心理意义的整数关口成为政策划定的阶段性底部，现在已经成为市场共识。

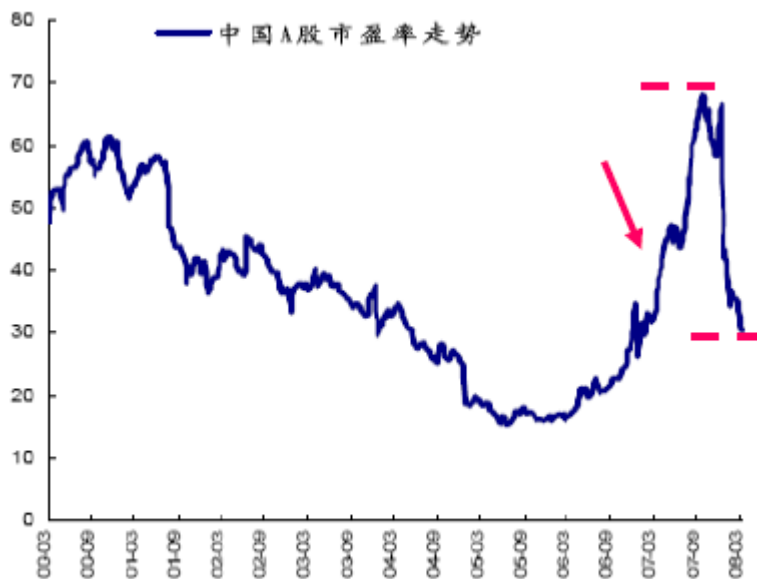
从实质上来说印花税下调对于股市的投资价值并没有决定性的作用，但却是改变投资者心理预期的决定性的一招。强烈的政策意图使得股市找到了最好的反弹契机。

■ 过度下跌+估值支撑

类似印花税调整这样的政策红利效果是一次性的，更多的意义在于开启了股票市场过度下跌后自我修复的契机。股市短时巨幅下跌包含着对利空过度反应的因素，因此市场自身有反弹和修复的要求，在政策启动反弹后，这成为震荡上涨有可能持续一段时间的主要原因。

而在估值水平上，A股静态和动态市盈率达到两年来的低点，也使反弹有一定的支撑。随着A股市场大幅下跌，在眼下上市公司盈利尚未发生重大改变的情况下，A股市场的估值水平已经下降到长期估值均值以下。目前沪深300指数市盈率降至30倍左右，动态市盈率23倍左右，从估值水平来看已经提供了一定的价值空间，至少是阶段性休养生息的空间。

图：A股市场市盈率变化



■ 阶段性因素好转，基本面悲观预期缓和

一季度暴跌也是众多利空因素集中释放的时期，这在二季度可能有阶段性的好转；主要有以下方面：通胀数据不再创出新高，出现环比回落的趋势；对外出口出现报复性的反弹；月度工业企业利润数据仍保持强劲增长；大小非解禁忧虑降低，资金面有所缓和；外围市场企稳。

各因素的阶段性好转将为二季度股市阶段的反弹或上涨提供支撑。尤其是眼下的经济数据和盈利增长仍保持强劲势头，有可能在这个阶段缓和投资者集中的负面预期。

■ 震荡上涨可能性大

虽然我们判断二季度的中期趋势以上涨为主，但这种修复性上涨的基础并不牢固，各种负面因素仍然在，投资者在经历暴跌后心有余悸，股市很难再现之前单边上涨的局面。几个因素决定股市运行更大的可能是由报复性反弹时的普涨转向结构性的震荡上涨行情，如果短时涨幅较大，很可能伴随小波段的下跌和调整：（1）投资者信心不稳，反弹到一定高度将会有止损盘卖出；（2）短线投资资金在大盘涨幅超过15%后已经获利丰厚，持续上涨将会

引发获利减持；(3) 在暴跌中累积的结构性问题，也将在反弹中逐步释放：机构投资者利用修复性上涨调整持仓结构的行为将在反弹后期更明显地导致行业和板块之间的走势分化。

大致预期股指的涨幅，我们给出一个基本的判断：第一波反弹空间在 20% 左右；二季度内阶段性行情的空间在 30% 左右。但在其间还会有小波段的反复。

从以上分析角度得出的判断是，以报复性的反弹为起点，二季度很可能出现阶段性的投资机会，具有一定的持续性。但更长期来看，趋势仍不确定。

■ 导致下跌的根本性因素没有发生变化

大跌过后，市场对于导致下跌的根本性因素基本形成了共识，最主要的有两个方面，制度面和基本面。制度层面以大小非和再融资为主，在下跌初期对市场杀伤力巨大；但到下跌后期，对于基本面下滑的忧虑更成为主要因素。从长期来看，这两方面根本性的因素并没有发生实质性的变化，仍然存在巨大的不确定性。

■ 政策面利好不足以支撑长时间的行情

正像我们之前分析的，管理层的救市政策目的是防止股市出现非理性暴跌，政策利好只是在恰当的时点启动反弹的一个契机。但政府并没有再度推动上涨行情的“托市”意愿和动机，所谓管理层将推动奥运行情的说法只是投资者的一厢情愿，对部分资金有投机价值但没有投资价值。长期而言，政府的政策是改变不了股市的趋势的。

■ 股市下跌是否已完全反映基本面的不确定性

对于长期趋势，基本面的不确定性是以基金为代表的机构投资者最为关心的问题，而基金的行为也将主导市场的变化。08 年宏观经济及股票投资最大的不确定性因素是通胀的发展以及宏观经济政策选择，如何在维持经济增长与控制通胀之间艰难地平衡。虽然目前阶段上市公司业绩增长并未发生显著下滑，但 08 年的业绩增长已经并非机构关注的焦点，对于机构投资者而言，现在最关心的是股市的下跌幅度是否已充分反映了 09 年甚至更远的基本面不确定性。从这一点来看，目前市场上分歧仍然较大。从行业走势分化和总体估值水平来看，股市仍然存在结构性高估的可能性。

■ 大小非为代表的供给问题仍将压制市场

规范大小非解禁的政策并不彻底。在大宗交易市场上减持超过 1% 以上的股份只是延缓了大小非流出的速度，增加了大规模减持的难度；且大宗交易市场上流出的受限股最终还是要到二级市场流通。当然，彻底限制大小非解禁是不可能的，也是不合理的。规范大小非减持的政策只能期望引导大小非理性减持，而不是以短期对市场巨大冲击的方式减持。长期来看，2009-2010 年仍有巨量的大小非解禁，如果股市的估值不处于“合理”水平，那么大小非仍将是长期压制市场的重要因素。考虑到大小非极低的投资成本，投资型大小非持有者也可能不顾合理价格选择减持，由此很可能压低股市的正常估值水平。

■ 估值体系面临重构

与大小非解禁相关，股市走向全流通将对 A 股市场的估值体系产生深刻影响。在资本市场上产业资本和金融资本力量对比的根本扭转将导致定价规则的重新建构。什么是合理的估值水平将再度成为判断 A 股投资价值的焦点。股改初期的制度红利推动了 06-07 年趋向泡沫化的单边牛市行情，但全部政策效应显现也是这种高估值泡沫终结之时。此轮大跌中投资者已经得到一个切身的教训，把价格炒得太高，看似紧缺的股票可以变得无限供给。

从长期来看，股市的合理估值需要以前非流通股东为代表的产业资本和二级市场投资者为主的金融资本重新博弈。但有一点可以肯定的是，A 股市场逐步实现全流通后，泡沫化的高估值出现的可能性将会大大降低，也很可能导致 A 股市场长期估值中枢下移。

基于宏观经济判断的结构调整将更加重要

第二季度的第二条投资主线是需要积极地对股票组合的结构配置进行调整。在宏观经济和股票市场都处于高速增长的 06-07 年，配置的重要性相对下降，在各个行业各种层面都能找到足够多的投资机会。但在通胀加速、增长放缓的趋势下，产业链上下游，不同经济部门之间的增长格局可能将发生显著的趋势性变化，基于宏观经济判断的资产配置在 08 年将会更为重要。过去两年中被制度红利和高增长周期掩盖的大类行业周期轮动将会现出端倪。具体来说，全球经济放缓对出口的冲击、通胀加剧对上下游产业链的冲击、增长放缓对投资性行业的影响将是几个主要需要面对的不确定因素。

从风格角度看，相对一季度时的领跌，蓝筹风格表现将会有明显回升。但蓝筹股也不能一概而论，需要区分是阶段性的超跌反弹性质，还是股价回升符合更长期行业基本面变化趋势。如一季度调整初期银行、地产是领跌板块，二季度将会有阶段性回升；

在这种趋势下，股市变化对于基金投资能力将会提出新的考验。跟随型的投资策略不再有效，而对宏观和行业层面的前瞻性判断将会凸显其价值，尤其是对管理资产规模偏大的基金。也就是说，谁能对基本面变化的不确定性看得更早、把握更准、反应更快，将是决定 08-09 年基金投资业绩的主要因素。是根据市场的变化被动调整持仓，还是主动根据宏观经济和行业基本面变化趋势主动调整组合配置结构，从中长期投资效果来看将会大有不同。

平衡与积极：两种不同的基金组合路线

在大涨和大跌中，很多基金投资者会失去构建基金组合的理性判断。在大涨中过度放大自身的风险偏好，而在暴跌中则倾向保守的另一端。在快速变化的市场环境下，究竟是应该坚定长期持有，还是积极调整基金组合？对于二季度可能出现的阶段性投资机会，基金投资者又应该如何把握？

许多基金投资者对此感到困惑。根据我们对投资者实际投资情况的了解，调或不调，

首先应看看自己应该选择哪种基金组合路线。

被动组合：平衡型基金组合策略

被动基金组合是指投资者在较长的时期内保持基金组合的相对稳定性，而是通过组合本身的平衡配置来减缓股市和债市波动的风险。

这种组合思路符合组合投资的初衷，即对市场变化不能做准确预测的情况下，通过相关度低的各类资产配置来规避系统性的风险。在基金组合中，也就是对各类型和各风格的典型基金之间进行均衡的配置。而基金组合建立后，在较长的时期内保持稳定，不因为市场短期或阶段性的波动而改变。

被动基金组合并非完全被动，而是根据股票/债券市场的中长期趋势（例如，一年内的总体预期）来决定基金组合的基本配置，而对阶段性的市场波动和投资主线变化则不进行主动跟踪。在这种情况下，确保基金组合适应投资者个人的投资偏好，以及适应基础市场的长期趋势就十分重要。例如，06-07年牛市环境下的基金组合就以重仓持有偏股基金为主，而08年在总体震荡加剧和不确定性增强的市场环境下，攻守平衡的稳健组合始终应是基金组合的基调。

被动基金组合的理由是投资者只能对大的市场环境有个总体判断，而对市场中长期趋势/风格变化则缺乏判断和相机决策能力，因此这比较适合于普通投资者。道理很简单，因为普通投资者对于市场阶段性趋势的变化缺乏判断能力，因此无法在恰当的时点作出方向正确的调整，因此少决策就是减少错误发生的概率。

根据08年的市场环境需要保持一个相对稳健的组合配置。那么在阶段性的上涨中，基金组合的收益能力肯定会受到影响；但在震荡下跌中，组合的抗跌优势又会凸显。也就是说投资者应根据自身风险偏好和投资能力决定合理的投资期望，在不对基金组合进行主动调整的情况下，期望基金组合既涨得最好又最抗跌是不现实的。在收益能力和抗跌能力之间取得平衡，寻找风险收益平衡能力强的基金则是组合要追求的目标。

一旦确立组合的风险偏好和基本配置情况，那么就不应轻易改变，也不应轻易受到市场阶段性变化的影响。对于这类投资者而言，对于二季度可能出现的阶段性投资机会就不应寄予过高期望，因为这涉及到选时、选基等困难的决策。

被动基金组合路线也影响到对基金品种的选择。组合的重点配置品种选择经过上涨下跌双重考验、攻守平衡的基金品种就是最重要的。这些基金在反弹中不一定净值表现最佳，但是综合上涨、下跌、震荡各种市场阶段都能有相对平衡的表现，最能充分体现基金的长期投资能力。如何选择这类攻守平衡的基金，我们将在后面的专题中进行详细的分析。

主动组合：德圣趋势组合基金（FOF）策略

当然基金投资组合并不是只能被动地应对市场的变化，这就是我们一直强调的德圣组合基金（FOF）投资策略，这种更加积极的组合路线更适合于对基础市场变化和基金投资风格

有较强分析判断能力的投资者。基金组合投资（FOF）有四大策略要点，即：优选品种——风格配置——适时优化组合——主动配置/适时赎回。这在《2008年开放式基金投资指南》中有更详细的描述，在此不再重复。

在我们的策略分析中，把这种基金组合路线称为德圣趋势组合基金投资方法。它和被动基金组合的主要区别是不仅根据基础市场长期趋势来决定组合基础配置，同样把握市场的中期趋势变化或者阶段性投资机会，根据市场的即时变化来动态调整基金组合。如在08年1月下旬股市震荡上涨趋势发生转折时，组合策略建议执行主动赎回；在4月中旬股市跌至谷底，预期二季度将出现修复性上涨机会时，转为偏积极的组合配置。

同时积极基金组合根据市场的主导风格变化对基金组合的风格配置进行主动调整，包括阶段性跟踪股市风格变化的调整，和应对转折性变化的即时调整。在本专栏每个季度的基金投资策略中均对当前阶段基金组合的主导风格提出建议。

这种积极的组合调整策略必然涉及到“选时”的问题，即何时执行基金组合调整，这就取决于投资者的研究分析能力和策略判断能力。从2007年以来我们每个季度的季度基金投资策略实际上都反映了这种投资思路，而事后证明这种适度积极的基金组合调整是有效的，在很大程度上规避了08年以来的大跌；且适时把握了阶段性投资机会。

我们从此轮大跌中组合基金投资策略的几个关键策略建议时点来看，积极的组合基金策略应对剧烈变化的市场起到了很好的避险作用。这些调整步骤/策略均体现在本专栏发表的相关组合基金（FOF）即时投资策略，或相关的基金组合咨询建议中。

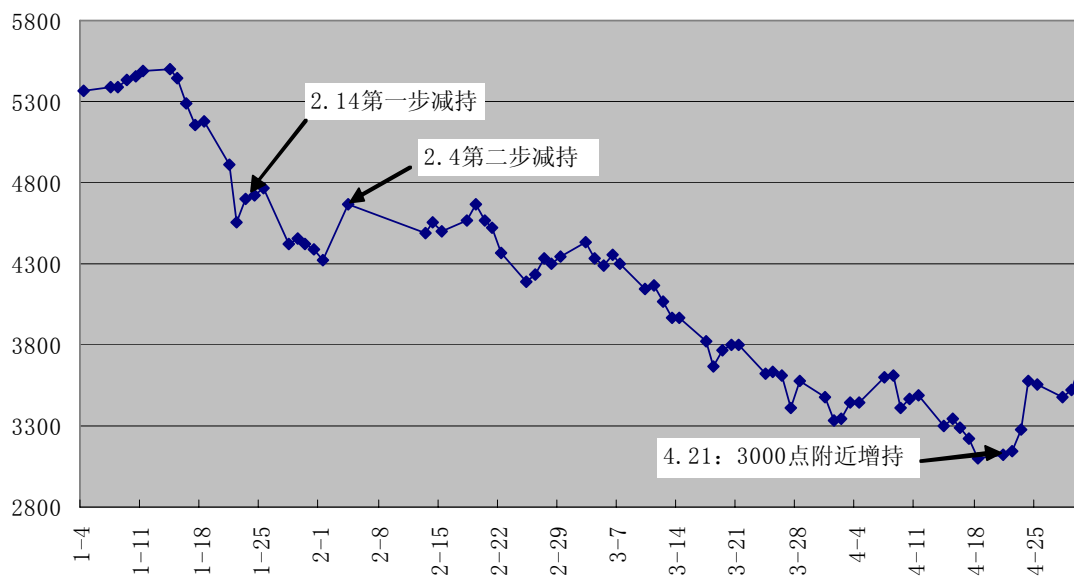
在1月中旬以前，延续07年12月后的，组合中偏股基金保持高比例配置，在1月23日股市单日暴跌后，基金组合策略即时进行调整，在1月24日的反弹中执行了第一步偏股基金减持，组合中偏股基金仓位降至70%；在2月4日股市单日暴涨时，进行了第二步偏股基金减持，组合中偏股基金仓位降至50%。此后在小反弹中，逐步降低偏股基金仓位至40%，并保持这一较低的偏股基金仓位。

同时，在风格配置上，由于对基金组合风格的及时调整（组合主导风格转向主流蓝筹基金以外的选股型基金，剔除指数基金）基金组合中的基金在大跌中普遍净值跌幅较小，相对抗跌性在偏股基金中名列前茅。仓位和风格两方面因素结合，使积极基金组合在应对此轮大跌中体现出很强的抗跌性，至4月中旬，基金组合净值跌幅仅为偏股基金平均净值跌幅一半左右。

在股市跌至谷底时，组合基金投资策略重新转向积极，并在跌至3000点左右逐步增加偏股基金仓位，重新调入指数基金品种。从时点上看，组合策略的转变及时抓住了以报复性反弹起始的阶段投资机会。

图：德圣基金研究中心的趋势基金组合（FOF）策略：组合调整时点选择

上证指数走势



资料来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

综合分析两种基金组合路线，基金投资者应该仔细考虑自己适合于哪种组合路线，是保持谨慎的基本组合配置，还是有根据地适度灵活调整基金组合。这也决定季度投资策略中对于基金投资方向的分析如何影响个体投资者的决策。

适时、适度转向积极：二季度组合基金投资策略

组合基金投资策略的核心不外乎两个方面：一是资产配置决策，即偏股型基金应投资多大比例；二是选择哪些风格和特点的基金。

根据我们对二季度股市中期趋势的判断，改变我们之前在组合基金投资策略中一直保持的谨慎基调，二季度基金组合可以适度向积极型基金组合转变，提高偏股基金的配置比重，以抓住股票市场阶段性上涨的投资机会。以下是二季度基金投资策略的几个关键点：

- **基金类型配置：**在前期基金组合建议的基础上（已经降低偏股基金仓位），基金组合加大偏股基金配置比例，根据投资者自身的风险偏好，积极型投资者的偏股基金仓位可从1季度的40%~50%的配置比例提高至80%~90%；稳健型投资者偏股基金仓位提高至60%~70%；保守型投资者建议对阶段性行情保持适当谨慎，可少量增配偏股基金至30%~40%。在前期策略中，增配的现金管理型的货币基金可以转向偏股基金；而债券类基金则可以以转投资的方式降低投资成本。
- **基金组合中的基础配置（长期配置）品种，**仍然是那些经过全面考验，在上涨和

下跌中都能取得相对优秀业绩的偏股基金。这些基金并不一定能在反弹中净值涨幅最高，但是在涨-跌-震荡循环中会有最平衡的业绩表现，较长时期综合来看将会排名前列。

- 基金组合中灵活配置的部分，可以采取积极的投资倾向，选择一些适应震荡上涨行情特点的基金。这些基金的特点是：仓位高，股票组合结构调整较好，有较强的策略前瞻性。
- 更偏积极的投资者可以把指数基金作为阶段性加仓的品种选择。指数基金作为大跌中风险最大的品种，也是反弹时上涨最快的品种。从抓住阶段性行情的角度出发，组合中部分灵活投资资产可以进行这种交易性的基金投资。投资者可以通过可交易的指数基金品种，如 ETF、LOF 来提高这类投资的灵活性，同时降低交易成本。具体品种上，可选择估值相对较低的 50ETF、市场代表性强的沪深 300 指数基金、华安 A 股。但要注意的是指数基金在这种投资原则下属于阶段性配置，需要适时把握买入卖出时机。如果是作为组合长期配置部分，指数基金配置应保持相对低的比例。
- 基金组合风格配置：基金组合中主要的基金品种由成长型风格向价值型方向转换。重点配置蓝筹股的部分基金重新值得关注。但由于行业预期分化明显，所谓蓝筹股之间的分化也将会愈加明显。因此需要在持股风格之外更仔细地考察基金的配置策略和调整方向。
- 买入时机选择：调整基金组合必然涉及到何时操作的问题。回头来看本轮大跌最接近恐慌性杀跌的时点，恰恰是策略转向积极的最好时机，具体就是接近上证指数接近 3000 点附近。当然这并非是事后诸葛亮，事实上在 4 月 21 日的组合基金即时投资策略中，我们就明确建议在 3000 点附近的震荡中转向策略性增仓（之前的周日证监会第一招“救市”政策——限制大小非解禁出台）；在第二招救市政策——印花税下调当日，我们再次明确建议增仓交易性基金品种。当然，在本文发表的 5 月初，股市反弹已经超过了 15% 的高度，选择“最好”的买入时机已经不可能。但是增持主要出于中期阶段性投资的目的，因此不需要精确的时机选择也仍有可投资的空间。由于具体时机是即时决策，这里无法给出明确的时点建议；但一个基本的原则是，由于预期反弹以震荡方式继续，可以选择在冲高后向下调整时加仓，避免追高买入。
- 卖出时机选择：何时要卖出？需要注意的是，这里的增持建议是遵循比较积极灵活的趋势基金组合路线。出于阶段性投资目的而增加的偏股基金仓位，有可能需要根据之后的分析判断选择减持的时机，具体的时机也需要根据市场趋势变化进行即时的决策。普通投资者很可能难以判断合适的时点，这种情况下可以设定一个适当的收益率目标，达到目标后即选择退出。目前来看，这个收益率目标至少可以设在 10% 以上。

对于在 1 季度的大跌中一直重仓持有，并未调整基金组合的投资者，二季度股市的修复性上涨提供的并非是获利的机会，而是减小亏损、调整基金组合品种的机会。具体而言，阶段性的上涨中可以逢高减持一些大起大落的基金，这些在反弹中有可能净值涨幅领先，但

从更长期来看，则仍属高风险品种。如何判断基金品种的长期投资价值，下面的分析专题将具体分析。

寻找“全天候”投资基金

风险和收益对等的原则在总体上是有效的。在大跌中抗跌性强的基金，必然在暴涨中净值上涨较慢。适合长期投资目标的基金，未必适应某个阶段的市场行情。虽然二季度市场以反弹为主线，但在 08 年整体动荡的投资环境下，那些能够出色调整策略，在下跌中有效避险，在上涨中又能有效把握投资机会的基金，或者说能以总体较小的风险为代价，获取较高收益的基金仍然应作为组合配置的基础部分。

经历一季度恐怖的大跌之后，我们再来看基金的投资能力可能会得出全然不同的视角。单单在牛市中操作激进，收益骄人不足以全面评价基金的投资能力；只有在真正的市场风险来临时，才会知道谁能为投资者带来稳定持久的回报。我们大致从以下方面来寻找这类攻守兼备的基金。

评估基金“全天候”业绩表现

看净值排名选基金是一般投资者最容易理解的分析方法，的确也是分析基金投资能力最基本的指标。净值增长率的数据十分清晰直观，但怎么看排名却是有讲究的。

分阶段看基金的净值表现：基金的投资特点会在一个基本相似的投资环境下保持相对稳定。那么，事后判断基金投资能力很重要的就是在市场环境发生转折的各个阶段下，基金是否能够维持其业绩表现。如果各个阶段基金都能保持相对稳定的业绩排名，那么这只基金适应市场变化的能力是值得肯定的；反之，如果业绩排名在几个阶段间大起大落，那么就需要具体去分析其原因，但一般来说大起大落的基金都有问题。当然还有随大流一贯表现中庸或者较差的基金，这些基金就可以直接抛弃了。

从 07 年以来大致可以分成这么几个阶段：07 年年初至 07 年 10 月中旬的上涨期；07 年 10 月中旬至 08 年 1 月中旬的震荡期；08 年 1 月中旬至 4 月下旬的下跌期，以及 4 月下旬以来的反弹恢复期。投资者可分别关注基金在这几个阶段中的基金净值表现和净值排名来看基金的整体投资能力。如果各个阶段（4 月末以来的反弹阶段时期较短，比较特殊，可以排除在外）基金的业绩表现都基本排名在前 1/3，那么这只基金基本具备“全天候”投资能力。这是一个简单但是比较合理的标准。

表 1 列出了在各个阶段表现都比较平衡的部分偏股型基金。这只是部分基金名单。各只基金的投资特点也不尽相同，对于其中部分基金我们在后面的专题中将会详细分析。

表 1：攻守平衡的全天候投资基金

基金名称	基金类型	起始日期	截止时间	收益率	+/-同类 型	+/-股票 市场	同类型数 量	同类型排 名
------	------	------	------	-----	------------	-------------	-----------	-----------

华夏成长	股票型	2006-12-29	2007-10-15	136.47%	14.54%	-45.28%	111	64
		2007-10-15	2008-1-16	0.66%	4.64%	4.65%	140	21
		2008-1-16	2008-4-22	-28.88%	3.48%	9.90%	148	37
		2008-4-22	2008-4-30	14.56%	0.73%	-5.01%	153	62
华宝增长	股票型	2006-12-29	2007-10-15	157.15%	35.22%	-24.60%	111	27
		2007-10-15	2008-1-16	-2.99%	0.99%	1.00%	140	72
		2008-1-16	2008-4-22	-19.52%	12.84%	19.27%	148	2
		2008-4-22	2008-4-30	10.98%	-2.85%	-8.59%	153	127
博时主题	股票型	2006-12-29	2007-10-15	192.01%	70.08%	10.26%	111	3
		2007-10-15	2008-1-16	0.18%	4.16%	4.17%	140	28
		2008-1-16	2008-4-22	-28.89%	3.47%	9.90%	148	38
		2008-4-22	2008-4-30	11.36%	-2.47%	-8.21%	153	122
上投阿尔法	股票型	2006-12-29	2007-10-15	141.73%	19.81%	-40.01%	111	49
		2007-10-15	2008-1-16	1.75%	5.73%	5.74%	140	15
		2008-1-16	2008-4-22	-28.44%	3.91%	10.34%	148	30
		2008-4-22	2008-4-30	14.22%	0.39%	-5.35%	153	70
南方绩优	股票型	2006-12-29	2007-10-15	155.71%	33.79%	-26.03%	111	31
		2007-10-15	2008-1-16	-0.38%	3.60%	3.61%	140	32
		2008-1-16	2008-4-22	-32.10%	0.25%	6.68%	148	79
		2008-4-22	2008-4-30	15.60%	1.76%	-3.97%	153	43
华安宏利	股票型	2006-12-29	2007-10-15	172.02%	50.09%	-9.73%	111	9
		2007-10-15	2008-1-16	2.40%	6.38%	6.39%	140	13
		2008-1-16	2008-4-22	-30.38%	1.98%	8.41%	148	55
		2008-4-22	2008-4-30	11.74%	-2.09%	-7.83%	153	119
兴业趋势	偏股混合	2006-12-29	2007-10-15	160.33%	48.90%	-21.42%	44	6
		2007-10-15	2008-1-16	0.00%	2.02%	3.99%	57	17
		2008-1-16	2008-4-22	-23.37%	8.27%	15.42%	57	2
		2008-4-22	2008-4-30	10.84%	-2.33%	-8.74%	57	45
华夏回报	配置混合	2006-12-29	2007-10-15	127.84%	16.41%	-53.91%	29	7
		2007-10-15	2008-1-16	-0.42%	0.97%	3.57%	31	7
		2008-1-16	2008-4-22	-16.70%	11.45%	22.08%	31	5
		2008-4-22	2008-4-30	8.06%	-3.95%	-11.52%	31	24

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表1中，除华夏成长外，这些通过事后的业绩评估挑选出的基金都处在08年1月的德圣基金组合池中。不仅限于这些基金品种，德圣基金组合池内的大部分偏股基金都做到了这种涨跌转换下相对平衡的投资业绩。这充分表明投资能力强的基金并非只是在上涨时能取得超额收益，在下跌时规避风险也是体现投资能力的重要方面。这也与我们在08年1月调整基金组合池时重视基金的相机决策能力有关。

看到业绩数据后，还需要进一步分析业绩背后的原因。从业绩结果筛选出的这些具备全天候投资能力的基金各自风格、特点又各不相同，也就是业绩背后的原因不同。有些基金擅长仓位控制，有些基金擅长策略和风格转换，有些基金则对行业基本面变化有较强前瞻性。

不同投资特点也决定了不同时期在基金组合配置上重点有所差异，我们在下面的专题中将对部分基金予以详细的解剖。

应对系统性风险，看基金的仓位调整

观察业绩数据背后更重要的是分析基金的投资能力。不同的市场环境下对于基金经理的投资能力要求不同。07 年基金经理可以全部满仓操作，投资的重点在于选股、跟踪市场风格变化。而在 08 年的市场环境下，基金对资产配置相机调整就显得尤为重要。简单地讲就是基金经理对大势的判断准确性如何，又能否据此相应地调整股票仓位。从全年的预期来看，08 年选时能力比选股能力更为重要。

除了指数基金意外，国内的基金绝大部分都是可以调整股票仓位的。例如股票型基金大多股票配置比例在 60%~95% 之间，偏股混合型基金通常在 40%~95% 之间，而更灵活的配置混合型基金股票仓位可以低至 20%。既然契约给予了基金进行择时操作的空间，优秀的基金就应该发挥出这种投资能力。

如何评估基金的选时能力呢？1 季报披露了基金在 1 季度末的仓位水平。但是更重要的是看在大跌过程中基金的反应如何。基金是在大跌开始前的震荡阶段就开始策略性减仓，还是在大跌初期减仓，还是在大跌后期才减仓，或者一直保持高仓位。这反映出基金对市场走势不同的判断。坚持保持高仓位的基金显然没有料到股市有如此巨幅的下跌；而后期减仓的基金往往是被迫减仓，其对股市大势的判断能力值得怀疑。

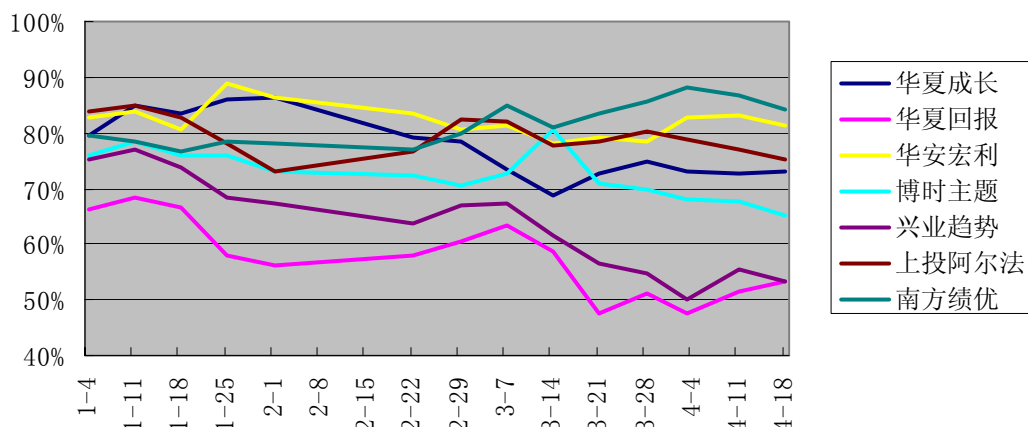
当然，基金的仓位调整没有公开的数据披露。投资者可以参考德圣基金研究中心对基金仓位变化的测算数据，可以动态跟踪基金实际仓位的变化情况。从 1 季报的实际数据来看，基本上与基金的实际仓位相差不大。这对于分析基金的选时能力是很有益的参考。

我们从观察之前所列基金的仓位变化上可以大致看出不同的投资特点。其中华夏系、博时系、兴业系基金在仓位控制上比较积极，而华安宏利、上投阿尔法则是仓位较高，结构调整为主。不论具体策略的差别，仓位要在震荡加剧的市场上保持相对较好的业绩，适当进行资产配置调整是必要的。

表 2：不同基金仓位控制策略的差异

基金代码	基金名称	基金类型	仓位变化特点
000001	华夏成长	股票型	调整中相对业绩提升，1 季度中期降低了股票投资仓位，1 季度末开始逐步增仓
002001	华夏回报	配置混合	作为配置混合基金，减仓及时，保持较轻仓位
040005	华安宏利	股票型	通过比较积极的股票仓位管理和行业配置调整来控制整体风险
160505	博时主题	股票型	策略始终谨慎，07 年底即开始减仓，仓位控制先行
163402	兴业趋势	偏股混合	大规模基金，趋势把握较好，持续降低仓位
240005	华宝策略	股票型	拆分后保持较轻仓位
377010	上投阿尔法	股票型	仓位控制较少，结构调整优先
202003	南方绩优	股票型	很少调整仓位，通过个股精选和配置策略抵御风险

图 2：2008 年以来各只基金的仓位变化情况



数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

*测算数据，仅供研究参考

评估基金的前瞻性投资能力

选时能力考验基金对大势的判断，而选股思路则有关基金对于基本面变化趋势的前瞻性判断。选时主要是为了避险，而能否在动荡的市场环境中有所收益，则主要是看基金如何顺应投资主线变化趋势调整持仓结构。

应该说，伴随宏观环境、市场环境改变的投资线索变化不是一日内发生的，但在错综复杂的投资线索中把握主导性趋势则并非易事。基金是否能够对这些变化趋势作出合理的判断和相应的结构调整，就反映出基金的投资能力。

- 如同我们在股市策略专题中具体分析的，二季度乃至下半年宏观经济及股票投资最大的不确定性因素是通胀的发展以及宏观经济政策选择，如何在保持经济增长与控制通胀之间平衡。高增长和高通胀并存将持续一段时间，但更远的趋势下则可能发生逆转。从这个角度看，08 年受益通胀的主要是上游资源产业、农业、内需型行业如医药，受到冲击的则是中端制造业、周期性行业。
- 对于基金来说，说什么不重要，重要的是做什么。我们看到许多基金都提出了相似的策略观点，但只有前瞻性的判断才能最先体现在实际的组合结构调整中。因为基金组合的调整需要较长的时间，随大流的基金往往会错失组合调整的时机，导致相似的组合结构不同的业绩表现。
- 一个相对简单的标准，在大跌中那些仓位较高，但是净值下跌幅度相对较小的基金，组合结构调整通常比较有效。这类基金的典型如国海弹性、上投阿尔法等。
- 哪些配置思路值得怀疑：重仓周期性或强周期性行业，重仓传统蓝筹一成不变，重仓估值偏高的板块，这在 08 年的市场环境下将面临较大风险。

对于一般投资者，仔细分析基金的持仓变化路线有一定的困难。但简要地看看基金的投资组合变化还是有必要的。如果基金的持仓结构相比 07 年底几无变化，并且持仓重点仍然是在牛市下表现突出的行业，或者是此轮调整中跌幅很大的行业，那么说明基金对于市场变化的反应是很迟钝的。

可以参考的还有基金重仓股组合的估值水平。在目前的情况下，1 季度重仓股组合估值水平的参考价值有所下降，但仍不失为辅助性的分析指标。

基金规模因素：大象基金困境仍旧

基金规模因素在 07 年并没有突出的体现，一些百亿以上的基金也取得了不错的表现。但在 08 年的市场环境下，规模过于庞大对基金投资带来的不利影响就凸显出来。规模在 200 亿以上的基金，在仓位和结构调整上都十分被动，尤其是在 08 年变化剧烈的市场环境下，大规模的不利影响在单个基金上凸现。

原则上来说，基金组合中不建议重点配置资产规模超过 200 亿元的基金。

表 3：1 季报规模最大的 10 只基金

基金代码	基金名称	基金公司	交易类型	投资类型	基金份额（亿份）	最新净资产（亿元）
590002	中邮成长	中邮创业基金	开放式	股票型	390.14	342.31
270005	广发聚丰	广发基金	开放式	股票型	385.06	311.28
160706	嘉实 300	嘉实基金	LOF	股票型	307.88	307.88
320003	诺安股票	诺安基金	开放式	股票型	271.05	302.82
002011	华夏红利	华夏基金	开放式	配置混合	111.43	299.96
110010	易方达价值	易方达基金	开放式	偏股混合	222.78	293.60
519018	汇添富增长	汇添富基金	开放式	股票型	325.44	286.62
070003	嘉实稳健	嘉实基金	开放式	偏股混合	241.01	278.84
050001	博时价值	博时基金	开放式	股票型	311.37	253.77
050009	新兴成长	博时基金	开放式	股票型	278.27	249.61

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

各类典型基金点评

在 08 年以来的大跌中体现出全天候投资能力的基金主要有两类路线，一类重视仓位控制，主要通过及时调整股票配置比例来应对市场趋势变化；另一类则是仓位控制较少，但是对宏观和行业基本面变化体现出较强前瞻性，通过结构调整来应对下跌。当然这种划分并非绝对，表现优秀的基金大都同时采取两种应对策略，但侧重点有所不同。两类基金在二季度基金组合中也分别作为不同的配置部分。我们分别对这两类的代表性基金作更细致的分析；同时面向需要调整原有组合的投资者，也分析了一些高风险基金的例子，适合在阶段性行情中高位减持。

全天候投资基金：仓位控制派

博时主题：仓位控制+逆向投资

博时主题行业基金从 07 年以来的各个阶段表现都比较出色，总体而言前瞻性较强的投资思路是主要原因，在不同阶段，投资策略均有表现较好的一面。因此虽然业绩出现过阶段性下滑，但一段时期综合来看仍保持前列。

08 年以来贡献最大的是资产配置决策，提前警惕风险降低仓位使基金部分规避了系统性风险。在组合结构上，博时主题仍然以银行、地产等蓝筹为主，大跌中行业配置结构遭受较大损失，在一定程度上削弱了资产配置的超额收益（表 4）。但基金在选股和配置上的逆向投资思路也可能在市场过度下跌时找到新的投资机会。从行业配置层面的收益二季度有可能明显回升。

目前基金较轻的仓位使得基金在反弹中相对业绩会有较明显下滑（表 6）。但是综合来看，博时主题还是体现出了比较平衡的投资能力，尤其是对风险和收益的平衡，仍适合作为基础配置品种持有。不利的方面是目前基金规模仍然偏大，资产规模约 230 亿元。

表 4：博时主题近三个季度的业绩分析

截止日期	基金收益	基金收益 +/-同类型	同类型排 名	同类型数 量	重仓股组 合加权收 益	重仓股组 合加权收 益+/-同 类型	同类型排 名 2	同类型数 量 2
20071231	5.86%	7.94%	5	147	8.20%	4.50%	35	147
20080331	-22.62%	-0.56%	90	147	-30.09%	-4.53%	123	147
20080430	3.75%	1.05%	51	153	-9.41%	6.57%	15	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 5：博时主题一季度重仓股组合

重仓股代 码	重仓股名 称	持有比例	上季度持 有比例	一季度收 益率	超额收益	持有基金 数量
600036	招商银行	10.72%	7.47%	-18.82%	9.13%	183
600028	中国石化	9.86%	7.11%	-48.22%	-20.27%	13
601398	工商银行	9.40%	6.15%	-24.60%	3.35%	29
000001	深发展 A	6.77%	4.83%	-26.94%	1.01%	53
600900	长江电力	6.15%	3.61%	-27.91%	0.04%	27
600717	天津港	4.44%	3.74%	-25.84%	2.11%	9
600009	上海机场	4.44%	4.20%	-35.23%	-7.28%	16
000002	万科 A	4.17%	-	-11.23%	16.72%	122
601169	北京银行	3.52%	0.0326	-31.23%	-3.28%	3
601166	兴业银行	3.31%	-	-29.00%	-1.05%	48

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 6：博时主题近期各阶段的业绩表现

2008-5-5	近一日	近一周	近一月	近一季度	近半年	今年以来
基金净值增长率	1.17%	3.29%	7.64%	-9.68%	-16.60%	-18.78%
+/-同类型	-0.60%	-1.22%	-0.12%	4.17%	6.37%	1.18%
+/-股票市场	-0.95%	-3.40%	-6.14%	3.56%	7.25%	4.64%
同类型排名	140	123	127	26	29	74
同类型基金数量	148	148	147	147	139	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

兴业趋势：投资稳健，趋势把握较好

兴业趋势对个股选择和市场投资主线变化一直表现出良好的把握能力。基金以蓝筹股的投资为主，基金的操作风格稳健，组合中度分散，注重控制风险。从投资特点上看，兴业趋势和博时主题比较相像，不同的是兴业趋势是偏股混合基金，在仓位控制上有更大的灵活性。

2007 年四季度以来基金采取相对稳健的操作策略，组合调整幅度不大。控制股票仓位，维持在较为均衡的仓位水平是其相对表现稳健的重要原因。在 08 年基金继续执行逐步减持的策略，1 季度末股票仓位已降至 60%以下，目前在 60%左右。持仓结构上，一季度重仓持有银行、钢铁、化工，在行业配置上超额收益为负，但在行业内的个股选择部分贡献了超额收益（表 7）。这和基金规模和偏向蓝筹的投资风格有关。考虑到其蓝筹风格中的行业配置情况，在二季度配置收益会有明显的回升。

同样目前基金较轻仓位使得基金在反弹中相对业绩会有较明显下滑（表 8）。但是综合来看，兴业趋势也体现出较好地风险收益平衡能力，适合继续作为基础配置品种持有。不利的方面是目前基金规模仍然偏大，资产规模约 205 亿元。

表 7：兴业趋势近三个季度的业绩分析

基金类型 1	基金收益	基金收益 +/-同类型	同类型排 名	同类型数 量	重仓股组 合加权收 益	重仓股组 合加权收 益+/-同 类型	同类型排 名 2	同类型数 量 2
20071231	2.18%	4.66%	5	57	3.92%	1.05%	21	57
20080331	-16.53%	4.19%	4	57	-24.38%	0.17%	29	57
20080430	4.63%	2.68%	6	57	-12.25%	4.78%	17	57

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 8：兴业趋势一季度重仓股组合

重仓股代 码	重仓股名 称	持有比例	上季度持 有比例	一季度收 益率	超额收益	持有基金 数量
600036	招商银行	13.98%	8.98%	-18.82%	9.13%	183
600000	浦发银行	5.56%	5.11%	-32.95%	-5.00%	108
601318	中国平安	5.42%	4.13%	-50.13%	-22.18%	31

600019	宝钢股份	5.14%	6.07%	-28.84%	-0.89%	37
600016	民生银行	4.56%		-27.73%	0.22%	38
601398	工商银行	3.88%	3.50%	-24.60%	3.35%	29
000063	中兴通讯	3.19%	2.35%	-7.55%	20.40%	40
600383	金地集团	3.07%		-6.81%	21.14%	23
600900	长江电力	2.83%	0.0257	-27.91%	0.04%	27
601006	大秦铁路	2.72%	0.0413	-32.47%	-4.52%	49

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 9： 兴业趋势近期各阶段的业绩表现

2008-5-5	近一日	近一周	近一月	近一季度	近半年	今年以来
基金净值增长率	1.36%	4.16%	8.75%	-5.51%	-10.90%	-11.48%
+/-同类型	-0.60%	-0.46%	1.14%	10.44%	8.86%	7.06%
+/-股票市场	-0.76%	-2.54%	-5.03%	7.73%	12.95%	11.93%
同类型排名	54	34	37	2	5	3
同类型基金数量	57	57	57	57	57	57

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

全天候投资基金：结构调整派

南方绩优成长：个股精选能力比较突出

南方绩优成长属于选股型的蓝筹基金。比较好地实践其投资理念，即精选中长期持续增长或未来阶段性高速增长、业绩质量优秀、价值被低估的绩优成长股票。其选股能力在较长的时间内都表现得比较突出，且具有较强的预见性。虽然基金规模庞大，但基金仍然采取高度集中的投资策略，凸显其在选股方面的自信。

在之前的仓位变化图上我们已经看到在此轮大跌中南方绩优相对保持着较高的仓位水平。但对组合风险的良好控制使得南方绩优的净值跌幅相对较小，在同类基金中表现优秀。从重仓股组合来看，南方绩优在主流行业中精选个股的能力得到体现，各重仓股大多贡献超额收益（表 9）。南方绩优通过结构调整来应对下跌的策略需要较强的前瞻性，从策略层面看，南方基金在此方面表现较好。

目前仓位较高，重仓股在反弹中表现较好，基金业绩将会有明显提升（表 12）。综合来看，南方绩优的投资特点比较适合第二季度的反弹行情。

表 10： 南方绩优近三个季度的业绩分析

基金类型 1	基金收益	基金收益 +/-同类型	同类型排名	同类型数量	重仓股组合加权收益	重仓股组合加权收益 +/-同类型	同类型排名 2	同类型数量 2
20071231	1.02%	3.10%	22	147	-0.81%	-4.51%	109	147

20080331	-18.88%	3.18%	27	147	-24.32%	1.24%	47	147
20080430	0.95%	-3.66%	138	148	-23.29%	-4.62%	124	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 11：南方绩优一季度重仓股组合

重仓股代码	重仓股名称	持有比例	上季度持有比例	一季度收益率	超额收益	持有基金数量
000002	万科 A	11.48%	9.25%	-11.23%	16.72%	122
600036	招商银行	9.93%	8.08%	-18.82%	9.13%	183
600048	保利地产	7.40%	5.80%	-8.18%	19.77%	26
600660	福耀玻璃	7.22%	6.99%	-24.70%	3.25%	15
600309	烟台万华	5.83%	4.29%	-11.98%	15.97%	34
600000	浦发银行	5.57%	5.64%	-32.95%	-5.00%	108
000629	攀钢钢钒	4.52%	3.28%	-21.33%	6.62%	3
000527	美的电器	4.31%	-	-14.60%	13.35%	13
000157	中联重科	4.02%	-	-23.41%	4.54%	17
600739	辽宁成大	3.49%	-	-34.23%	-6.28%	11

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 12：南方绩优近期各阶段的业绩表现

2008-5-5	近一日	近一周	近一月	近一季度	近半年	今年以来
基金净值增长率	2.06%	5.57%	5.96%	-13.31%	-19.14%	-18.11%
+/-同类型	0.29%	1.06%	-1.80%	0.53%	3.83%	1.85%
+/-股票市场	-0.06%	-1.13%	-7.81%	-0.07%	4.72%	5.30%
同类型排名	52	45	142	100	58	64
同类型基金数量	148	148	147	147	139	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

上投阿尔法：前瞻性投资思路

上投阿尔法在投资上保持着很高的延续性，风格稳健，收益持续性较好。基金的投资风格属典型的稳健风格，持股周转率很低，换股频率很低。基金总体上采取配置型的投资思路，投资集中度较低。在这种风格特点下基金收益能保持相当的稳定性，体现出基金经理优秀的投资能力。且基金投资特点与上投系其他基金有较多类似之处，体现出团队投研的特点。

2007 年 4 季度以来上投阿尔法对市场趋势变化表现出较强的前瞻性。基金在适当控制股票仓位的同时，主要通过对组合进行显著的结构调整来应对下跌，增加了增长预期明确的行业板块的配置，增持了消费、电力设备和通讯行业，减持了地产、金融、有色，同时增加组合集中度，向优质个股集中，较好地抵御了 07 年四季度以来的市场风险。

从一季度基金的组合表现来看，以结构应对下跌的特点表现得很明显，重仓股组合收益排名前列，大部分重仓股贡献了较显著的超额收益（表 10、表 11）。基金目前着眼于发掘结构性投资机会，同时对投资预期保持相对谨慎。我们认为这种投资思路将使上投阿尔法在二

季度以及中长期能够保持较优秀的业绩表现。

表 13：上投阿尔法近三个季度的业绩分析

基金类型 1	基金收益	基金收益 +/- 同类型	同类型排名	同类型数量	重仓股组合加权收益	重仓股组合加权收益 +/- 同类型	同类型排名 2	同类型数量 2
20071231	3.35%	5.43%	10	147	15.48%	11.78%	2	147
20080331	-18.67%	3.39%	25	147	-16.92%	8.64%	9	147
20080430	3.04%	0.34%	69	153	-17.66%	-1.68%	98	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 14：上投阿尔法一季度重仓股组合

重仓股代码	重仓股名称	持有比例	上季度持有比例	一季度收益率	超额收益	持有基金数量
600519	贵州茅台	10.27%	12.15%	-18.38%	9.57%	89
600036	招商银行	9.14%	6.90%	-18.82%	9.13%	183
000063	中兴通讯	7.32%	6.94%	-7.55%	20.40%	40
600299	蓝星新材	4.46%	4.79%	-16.44%	11.51%	8
600517	置信电气	3.30%	3.41%	-13.59%	14.36%	4
000895	双汇发展	3.24%	3.60%	-36.43%	-8.48%	12
600016	民生银行	3.20%	-	-27.73%	0.22%	38
000425	徐工科技	2.95%	-	-12.13%	15.82%	2
601398	工商银行	2.90%	-	-24.60%	3.35%	29
600858	银座股份	2.59%	-	-3.64%	24.31%	3

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 15：上投阿尔法近期各阶段的业绩表现

2008-5-5	近一日	近一周	近一月	近一季度	近半年	今年以来
基金净值增长率	2.37%	4.39%	10.93%	-11.01%	-12.87%	-14.22%
+/-同类型	0.60%	-0.11%	3.17%	2.84%	10.09%	5.75%
+/-股票市场	0.25%	-2.30%	-2.84%	2.23%	10.98%	9.20%
同类型排名	21	86	68	47	11	15
同类型基金数量	148	148	147	147	139	148

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

择机调整基金组合，规避高风险基金

从 08 年迄今的表现来看，对于策略滞后、实际组合也调整缓慢的基金，有可能表现为大起大落的特征。这类基金前期净值跌幅很大，但也可能在反弹中净值回升迅速。建议在二季度的反弹行情中择机减持。我们也根据以上分析思路，对部分这类高风险基金进行点评。

中邮优选/中邮成长：深陷牛市陷阱

与中邮系基金去年辉煌的业绩相比，在本轮跌势中的该系两只股票基金处于明显的被动挨打局面。如果从业绩表现看，中邮系基金在牛市中、震荡市和下跌期表现判若两“基”。在 07 年的牛市阶段，中邮优选表现异常突出，业绩排名在同类基金中高居榜首。在 07 年 10 月以后的震荡调整阶段业绩明显下滑，处于同类基金的中游水平。而在 08 年 1 月中旬后的大跌期间，中邮核心优选的业绩可以说是急剧下滑，几乎在股票型基金中垫底（表 12）。

投资思路的一成不变和庞大规模带来的调整难度是中邮优选业绩急剧下滑的主因。从仓位变动上可以看到中邮优选在大势判断上出现了明显失误（图 3）。由于之前开放申购规模迅速扩大，07 年 3 季度基金仓位水平较低。在 07 年 11 月后基金延续了之前快速建仓的思路，在 07 年 12 月基本达到满仓以后就一直保持高仓位。同期成立的规模更加庞大的中邮核心成长也采取了雷同的建仓策略。这一时期在相对高位买入给之后的调整也带来很大的困难。而在 1 月中旬以后的大跌中，中邮优选/中邮成长基本是被动忍受，仓位始终在 90% 附近，只进行了一些短的波段操作。

在持仓结构上，中邮优选/中邮成长在大跌中对持仓组合调整甚少，08 年一季度十大重仓股几乎不变。这和 07 年三季度以前基金快速灵活的组合调整形成鲜明对比。更糟糕的是组合中仍有不少重仓股是牛市下的牛股，但却是调整中的重灾区。虽然中邮基金在策略上较早开始转向提示风险，但在实际投资中组合的调整却明显落后半拍。总体而言，投资思路延续 2007 年的风格，这在 08 年的市场下将难以为继。

此外不同忽视的因素是，07 年下半年快速扩张的规模也为 08 年的投资困境打下了伏笔。按 1 季报披露的基金份额，目前中邮优选基金资产规模仍高达 196 亿元，而中邮成长更高达 327 亿元。这在客观层面上加大了中邮基金调整组合的困难。

好在随着市场的反弹，最坏的时期已经过去。在经历净值大幅下滑后，高仓位、结构性反弹使得中邮基金在反弹行情中净值回升速度很快（表 16）。但总体而言，调整滞后、大起大落不适合 08 年的整体市场环境，因此二季度逢高减持仍是基本建议。

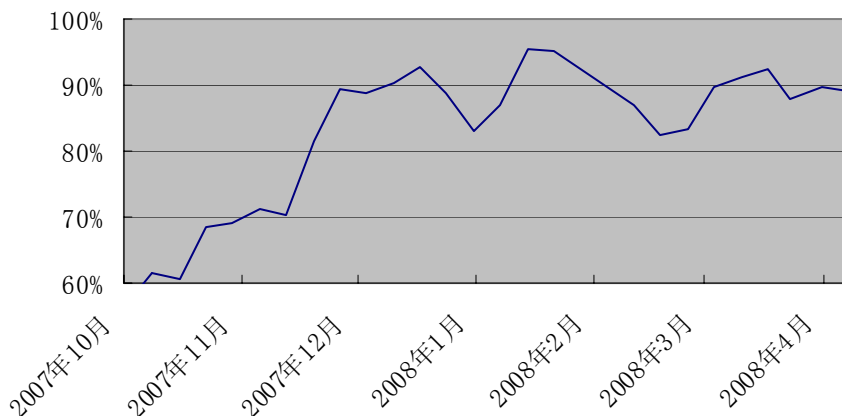
表 16：中邮优选 07 年以来在各市场阶段的表现

起始日期	截止时间	收益率	+/-同类型	+/-股票市场	同类型数量	同类型排名
2006-12-29	2007-10-15	215.42%	93.49%	33.67%	111	1
2007-10-15	2008-1-16	-3.05%	0.93%	0.94%	140	73
2008-1-16	2008-4-22	-39.00%	-6.65%	-0.22%	148	144
2008-4-22	2008-4-30	21.91%	8.08%	2.34%	153	2

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

图 3：中邮核心优选 07 年 10 月以来仓位变化

中邮优选



数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

*数据为德圣基金研究中心测算，仅供参考

大成蓝筹稳健：延续牛市投资思路

大成系基金是此轮大调整中深受伤害的牛市派基金。旗下的多只股票基金在大跌中净值损失惨重。而从实际投资来看，延续 07 年激进的投资思路和简单的牛市思维是大成系基金集体下滑的主因。

从仓位变化来看，大成稳健在 07 年 4 季度的大幅增仓符合其一贯的投资思路。但在 1 月中旬下跌开始后，基金基本未主动调整仓位，反而在逐波下跌中仓位小幅攀升。在持仓结构上，大成蓝筹稳健基本延续之前的投资主线，继续持有银行、地产、航运等大盘蓝筹股，受大盘调整的影响首当其冲。这种投资思路忽视了市场投资环境的巨大变化，对大势判断出现失误，策略调整很不及时，使大成稳健业绩快速下滑。

从基金规模来看，按 1 季报份额统计，目前基金资产规模高达 179 亿元，这对于基金的投资操作也带来压力。

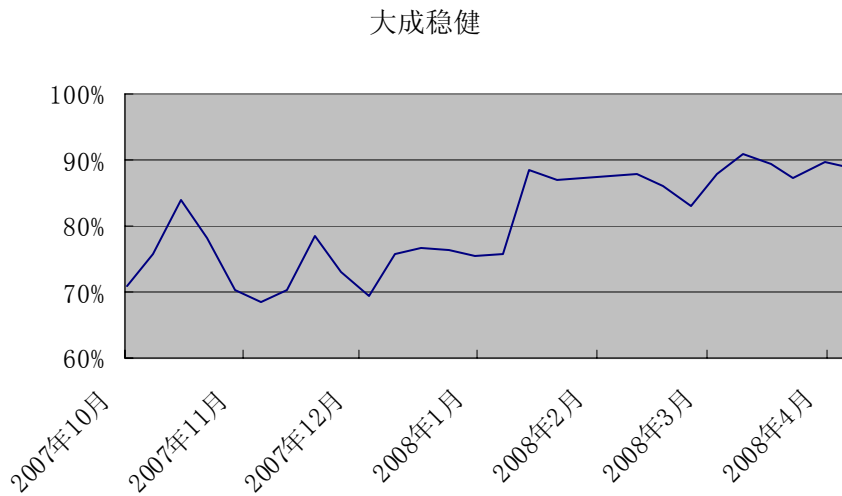
好在随着重仓的蓝筹板块调整逐步到位，大成蓝筹稳健可能已经度过了最坏的时期，反弹中基金净值回升明显。基金在季报中也对策略失误进行了反思，并承诺进行相关的策略调整。但从全年预期来看，相较表现较好的 07 年，业绩下滑是必然的。

表 17：大成稳健 07 年以来在各市场阶段的表现

起始日期	截止时间	收益率	+/-同类型	+/-股票市场	同类型数量	同类型排名
2006-12-29	2007-10-15	136.51%	25.08%	-45.24%	44	15
2007-10-15	2008-1-16	-2.84%	-0.82%	1.15%	57	33
2008-1-16	2008-4-22	-35.74%	-4.11%	3.05%	57	55
2008-4-22	2008-4-30	14.16%	1.00%	-5.41%	57	15

数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

图 4：大成稳健 07 年 10 月以来仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

*数据为德圣基金研究中心测算，仅供参考

天弘精选：长期业绩较差 预期业绩难有起色

天弘精选为一只配置型混合基金，长期业绩一般。基金的股票配置比例可在 30%~85% 之间变动，但在市场剧烈波动的 08 年完全没有体现出灵活配置资产的优势。相反，激进的投资操作让其业绩在震荡期和下跌期下滑明显（表 5）。

时机判断上的失误显然是重要原因。基金在 07 年三季度以前保持相对平衡的策略，但在 07 年四季度开始大举加仓，仓位一度超过 90%。在之后的大跌中，基金在时机判断上仍有较大问题，相对于其投资比例的限制，实际上基本保持着满仓状态。对于配置混合型基金来说，该基金的策略十分激进。而在持仓结构上，金融、地产、有色、石化的行业配置仍然是典型的牛市组合，在一季度调整甚微，对于基本面和市场环境的变化反应迟缓，反映出基金在投研能力上有所欠缺。

基金最新规模仅为 49 亿元，这种规模有利于基金灵活的资产配置。但基金择时能力不足。

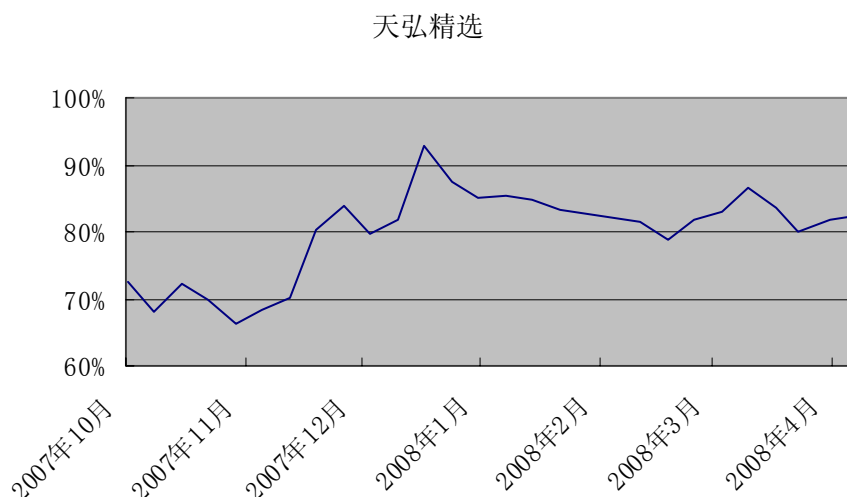
表 18：天弘精选 07 年以来在各市场阶段的表现

起始日期	截止时间	收益率	+/-同类型	+/-股票市场	同类型数量	同类型排名
2006-12-29	2007-10-15	107.84%	-3.59%	-73.91%	29	17
2007-10-15	2008-1-16	-4.54%	-3.16%	-0.55%	31	27
2008-1-16	2008-4-22	-34.08%	-5.94%	4.70%	31	30

2008-4-22	2008-4-30	15.61%	3.60%	-3.97%	31	2
-----------	-----------	--------	-------	--------	----	---

数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

图 5：天弘精选 07 年 10 月以来仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

*数据为德圣基金研究中心测算，仅供参考

海富通股票：长期表现不佳

海富通股票基金长期的表现属于中庸。在牛市下收益能力并不突出，而在暴跌中净值跌幅则毫不客气（表 2）。从季度表现来看，该基金很少超过平均水平，而在 08 年以来的投资失误更是使业绩进一步下滑。

从仓位变化来看，海富通股票基金在此轮大跌中也极少进行主动的仓位调整，反而是有一些波段操作的迹象（图 2）。基金经理以小幅结构调整的方式应对大跌，显然对市场下跌趋势的判断不足。在持仓结构上，海富通股票基金调整的步伐也比较缓慢。持仓品种大多为基金主流品种，但配置思路并不清晰，对持仓组合的结构调整也效果有限。

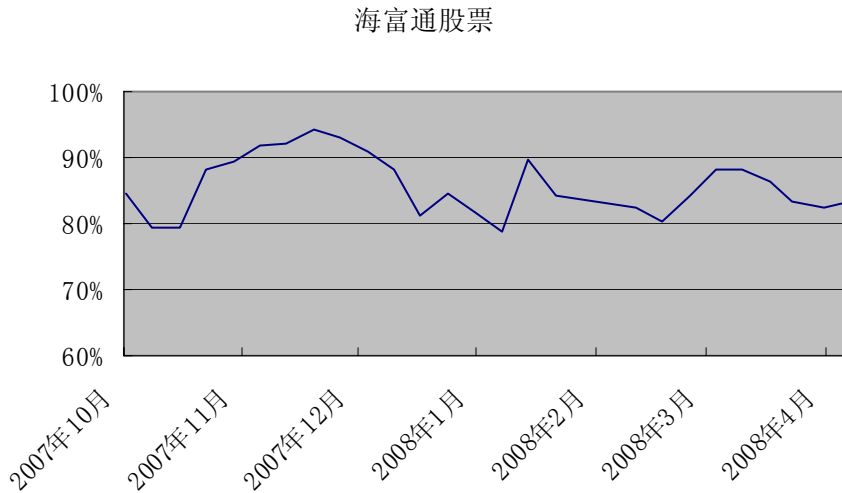
基金目前仍是保持中等规模，资产规模为 59 亿元。从规模来看基金的投资应具有较好的灵活性，但基金长期业绩平平，今后的投资预期一般。

表 19：海富通股票 07 年以来在各市场阶段的表现

起始日期	截止时间	收益率	+/-同类型	+/-股票市场	同类型数量	同类型排名
2006-12-29	2007-10-15	111.11%	-10.82%	-70.64%	111	99
2007-10-15	2008-1-16	-3.11%	0.87%	0.88%	140	74
2008-1-16	2008-4-22	-36.13%	-3.78%	2.65%	148	123
2008-4-22	2008-4-30	15.21%	1.38%	-4.36%	153	52

数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

图 6：海富通股票基金 07 年 10 月以来仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

*数据为德圣基金研究中心测算，仅供参考

2008 年一季度基金持股风格变化分析

08 年一季度基础市场深幅调整，市场个股估值水平普遍有所降低，基金在减仓控制风险的同时，调整持仓结构也是应对下跌的策略之一，那么一季报的持股风格较前期有那些变化？

风格类型变化：核心成长型基金有所减少

一季度各风格类型基金数量增减不一，价值型基金数量增长最快，从前一季度的 5 只增加到 55 只。大盘玻璃型基金则从 0 只增加到 10 只，而成长型和核心型风格的基金数量有所减少。

各风格类型基金增减不一，主要原因在于受基础市场及宏观经济的影响。一季度股市出现大幅调整，前期高估值的股票多半价格回落，加之市场对 08 年的经济预期偏于谨慎，上市公司的预期业绩水平较前期下降，核心型和成长型个股投资价值有所降低。相反估值较低的价值型个股在动荡行情下则凸现出较强的投资性。另外，市场超出常规的变动，也使得部分基金在调整结构时倾向于寻找玻璃型—非价值非成长的个股，寄希望于乌鸦变凤凰，但该类个股并未成为基金持仓的主力。一季度基金持股风格的变动多少也反映这些趋势。

一季度市场估值整体上处于下降状态，这在重仓股估值水平中反映的更为明显。表 2 的数据显示，各种风格类型基金的组合估值水平都有不同程度的下降。从组合当前的市盈率来看，估值水平依次是：

中盘成长>大盘成长>大盘玻璃>中盘玻璃>中盘核心>中盘价值>大盘核心>大盘价值

成长型个股目前的估值水平仍处高位，价值型个股估值水平相比之下处于低位。06、07 年牛市格局中成长型个股受到投资者追捧，但在市场要求个股重新回归理性的 08 年行情下，预计价值型个股将成为投资的热点。

表 1：08 年 1 季度基金风格类型变化

风格类型	基金数量	
	08 年一季度	07 年四季度
大盘玻璃型	10	0
大盘成长型	60	98
大盘核心型	94	116
大盘价值型	50	4
小盘成长型	1	1
小盘核心型	1	2
中盘玻璃型	3	2
中盘成长型	24	26
中盘核心型	12	20
中盘价值型	5	1

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 2：基金重仓股组合的估值特征变化

风格类型	组合市盈率（持仓加权）	
	08 年一季度	07 年四季度
大盘成长型	49.27	75.06
大盘核心型	37.37	61.44
大盘价值型	32.81	70.91
中盘玻璃型	45.28	65.36
中盘成长型	100.26	102.92
中盘核心型	44.89	82.86
中盘价值型	41.98	42.37

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

风格资产配置：核心成长类资产占比明显下降

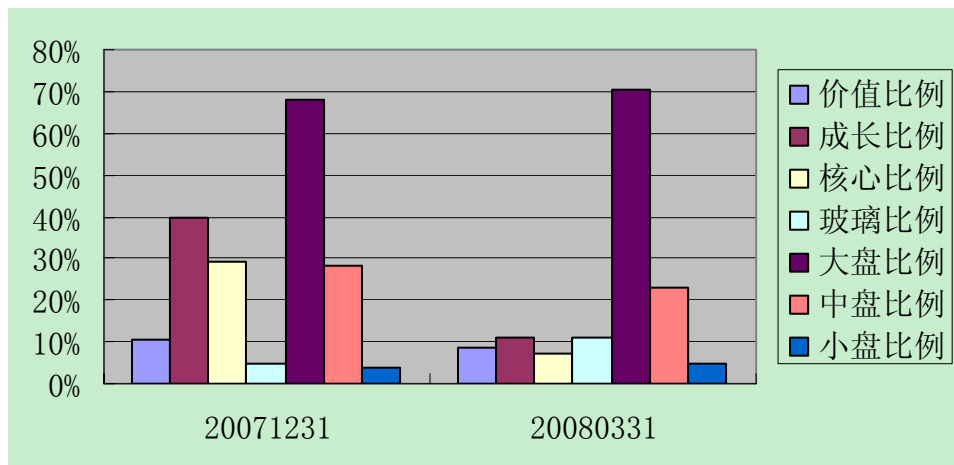
我们再来看看基金具体风格资产配置比例的变化情况。这是对风格类型转换进一步的分析。

从图 1~图 3 可见，在风格资产配置上，股票型、偏股混合型、配置混合型基金总体上

体现出同样的趋势，成长股及核心股的配置比例大幅降低，而成长类资产的配置比重下降更为明显。除仓位稍高的股票型基金玻璃型资产的配置比例有所增加，其他两类基金对该类风格资产的配置没有显示出过多的变化。可见在一季度资产调整中，成长股和核心股的减持是主要方向之一。

在规模资产配置上，三类基金对大盘股坚定持有，一季度未出现大幅度的增减变化，中盘股少量减少，小盘股微量增加。这也说明随着市场估值水平的逐渐合理，大盘股仍然是多数基金资产配置的重点。

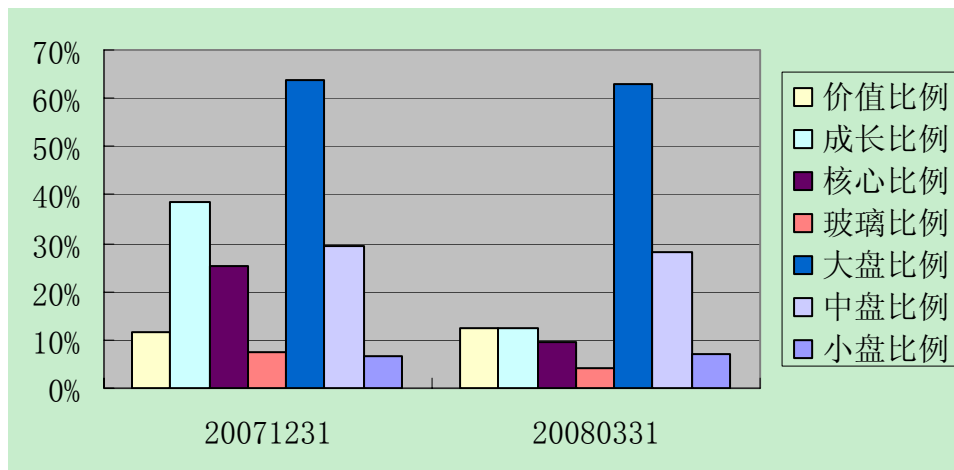
图 1：股票型基金风格比例配置概览



* 数据为简单平均

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

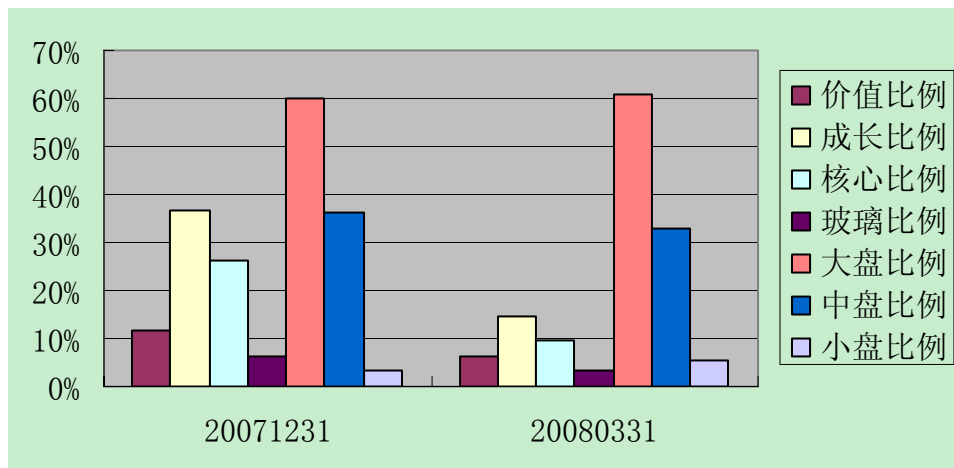
图 2：偏股混合型基金风格比例配置概览



* 数据为简单平均

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

图 3：配置混合型基金风格比例配置概览



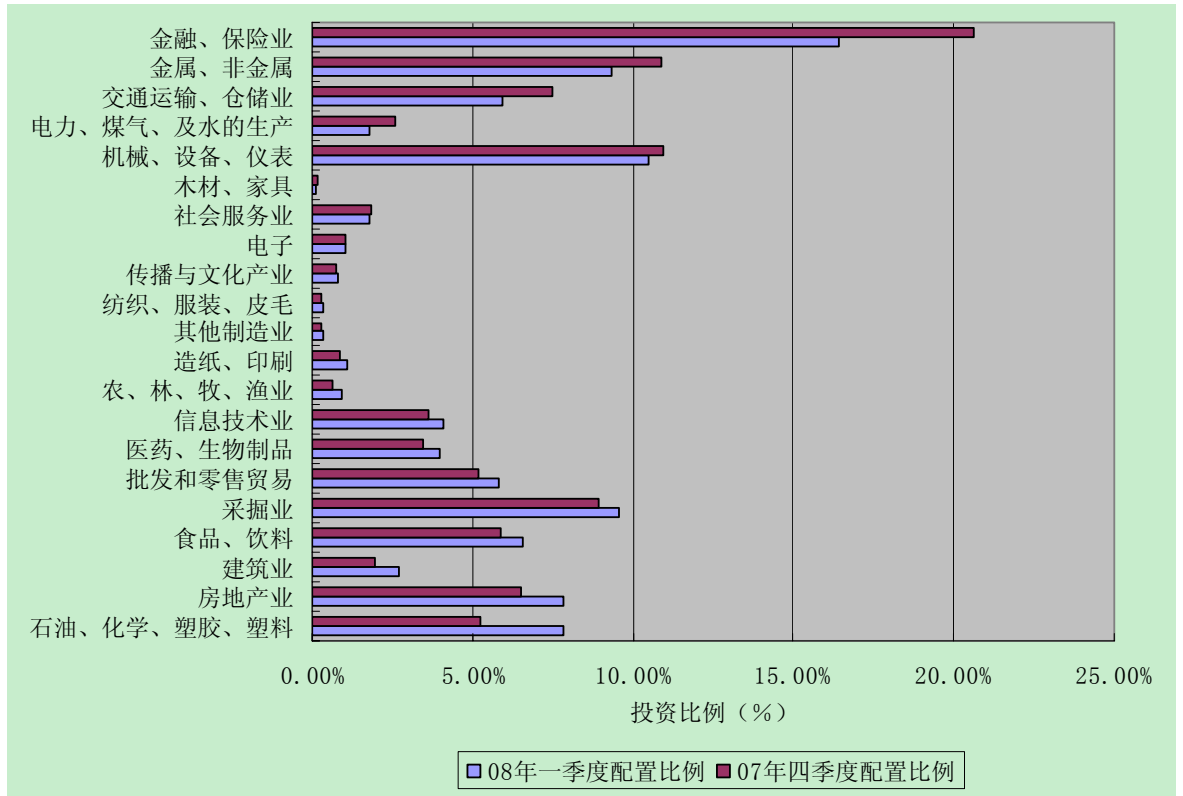
行业配置变化：抵御通胀是主流

08 年一季度，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、交通运输、电力等行业进行了较大比例的减持，行业配置比例均降低 1 个百分点以上，金融保险业的配置比例下降幅度居多，降幅 4.2%。化工、地产、食品饮料、建筑业、医药生物制品的配置比例则增加不少。

从行业配置整体的变化上，可以看到基金调整持仓重点的方向。受到增长放缓预期影响的周期性行业、公用事业成为减持重点；而基金增持的行业则比较分散，抵御通货膨胀成为许多基金调整行业配置的主线。

基金行业配置的变化从另一方面也反映了基金持股风格的转换。基金减持较多的银行保险、金属非金属等个股现阶段大多为核心股和成长股，而建筑业、医药生物制品中价值股居多。

表 3：08 年一季度行业配置比例变动表



数据来源：德圣基金研究中心(www.dsfof.com)