

## 2008年3季度基金投资策略

### 专题一：股市投资前瞻：看到了底部

对基金投资者来说，要根据股市的短时波动来决定基金买卖是困难的事。但是，了解大的趋势变化，对于基金组合策略来说却是必不可少的前提。眼下的股市处在怎样的区域，未来的大趋势可能如何，是决定基金组合策略方向的基础。

#### 股市底部区域基本形成

在7月3日上证指数创下本轮调整的最低点2566点后，股市进入了一个相对缓和的阶段。几个决定趋势的关键要素是：

##### ➤ 宏观经济“软着陆”可能性较大

在面临众多内忧外患的情况下，宏观经济会走向何方是决定股市前景的最关键因素。面临内外失衡的复杂环境，宏观经济政策面临着通胀和增长之间的两难选择。普遍的预期是，下半年货币政策继续从紧，价格体系调整加速，但通胀形势缓和有可能使政策着眼点由防通胀，防过热适度转向控通胀，保增长。同时国际经济环境也可能从眼下的不利因素中有所缓和；油价见顶、美元贬值放缓、美国加息可能性加大，都意味着最糟糕的外部环境可能有所缓和。考虑到中国经济增长的根本动力没有受到严重削弱，一系列经济调整措施使宏观经济软着陆的可能性较大，经济出现大幅下滑的硬着陆可能性很小。因此，在下半年对于宏观经济过度悲观并无必要。

##### ➤ 盈利下滑趋势确定，但基本已在股市反映

经济增长趋弱必然会反映在企业盈利下滑上。可以肯定的是下半年起上市公司盈利下滑将会更加明确，趋势将会持续到2009-2010年。尽管未来盈利仍有较大下调风险，但只要经济不出现硬着陆，从利润占比大的主要行业（石油石化、银行等）趋势看，A股整体盈利09年转为负增长的可能性较小。预计08、09年上市公司整体盈利增长有望保持在20%和10%。应该说，股市的大幅下跌，已经反映了悲观的预期。

##### ➤ 估值水平已基本合理

在考虑盈利增长放缓甚至下滑的悲观前景下，股市的估值水平也已接近底限。在经济下行周期下，投资者对未来短期的盈利增长预期回落，而且对风险会要求更高的回报率要求，使得股市的合理估值中枢下移。如果短期盈利增长预期回落至0-10%的水平，对应的合理估值水平将会下降到12-19倍的区间内。当前（2800点左右）的市场估值（08期动态市盈率19倍）已经反映了投资者对经济和盈利放缓回落的预期，对应着未来5年平均6%的盈利增长。2500点左右大概对应着09年15倍的动态估值，有较大的可能处于估值下限。

即使考虑到未来经济的不确定性，即使基本面最糟糕的情况下，结合投资者过度反应的因素，股市的底部在2500点以下的下跌空间也比较有限。这在本专栏6月的评论《根据点位决定基金组合策略》中已有分析。

### ➤ 投资者心理渐趋稳定

我们说股市的底部是由最悲观的投资者决定的，这些决定底限的投资者很可能是来自小非投资者。目前股市出现的积极信号是，股价下跌已达到或接近产业投资者认可的空间。二季度中出现了不少大股东通过二级市场增持股份的情况，对此是有力的证明。此外，小非投资者合理减持的区域也接近底限。

基于以上几个关键因素的判断，我们认为股市在 2500 附近形成趋势性的底部区域，这与 6 月本专栏的一篇评论《根据点位决定基金组合策略》中的判断相同。在底部区域持有的风险已经降低。具体而言，结合三季度奥运的时间窗，股市再创新低的可能性很小。

### 趋势仍不确定，短期反转无望

在看到股市的底部区域后，是否意味着投资者可以从极度悲观转向乐观呢？我们认为眼下也没有到盲目乐观的时候。虽然看见底部，但趋势仍不确定。在奥运之后，仍有诸多潜在的负面冲击。一是下半年很可能加息；二是以油价、电价等资源价格为主体的价格体系还会继续调整，不排除加大调整的力度；三是企业盈利增长将继续下滑，货币政策将会继续从紧。这些预期虽然已经反映到对底部的估计中，但仍然很可能带来阶段性冲击。表现在股市上，反复震荡筑底不可避免，即空间到位，时间未必到位。

### 阶段性缓和意味着结构性投资机会

在逐步明确未来对宏观预期，股市震荡筑底的过程中，下跌探底后很可能会有阶段性的缓和。决定阶段性投资机会的因素有：

- 跌到底部后的自然反弹：下跌探底后不少行业和股票的估值重新回到低位；投资者过度反应将带来纠偏性的投资机会。
- 内外部环境有所改善：主要体现在油价显露见顶迹象，美股反弹，国际投资环境有所缓和；
- 奥运因素：奥运维稳因素看似已经在股市上发挥作用。我们认为奥运本身不构成对股市基本面的任何支撑，但是下跌到位使得奥运成为股市修复创伤的契机。
- 行业基本面趋势的变化：不同行业基本面变化趋势将更加明朗；也有一些行业因为宏观形势的改变可能出现变化，尤其是与调控政策关系密切的行业，如价格管制行业等。

阶段性的投资机会中，普涨的趋势性投资可能性不大。而对结构性投资机会的把握则

更加困难，只有那些对市场变化敏感，投资上具有一定前瞻性的基金才有可能有效把握。

## 专题二：二季度基金表现与三季度前瞻

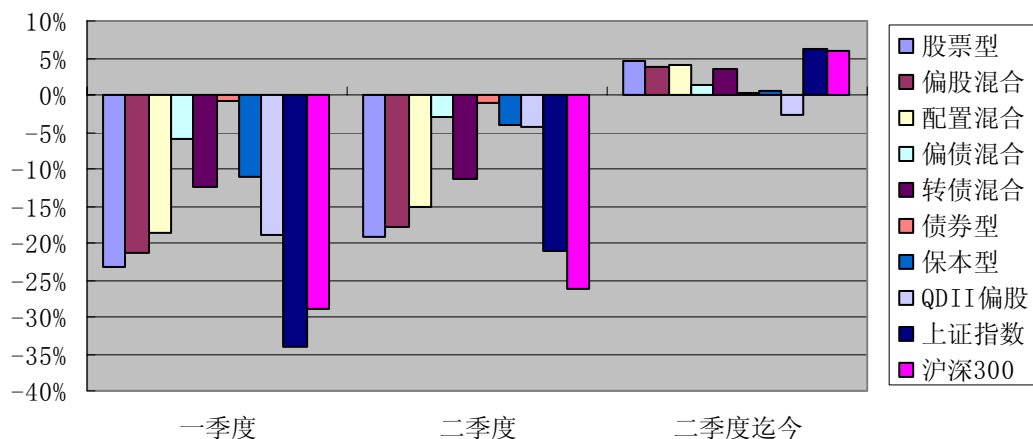
众多因素扼杀了二季度股市的反弹，使得印花税行情昙花一现。在这种情况下，二季度偏股基金的整体表现仍然黯淡；但整体策略上越来越谨慎使得基金净值跌幅小于股市。

如图 1 所示，由于平均仓位略为下降，各类型基金净值跌幅有所收窄。二季度股票型基金净值下跌 19.25%，相当于沪深 300 指数的 73%；偏股混合基金净值平均下跌 17.94%，为沪深 300 指数的 68%；配置混合基金净值跌幅为沪深 300 指数的 57%。各类型基金净值下跌与沪深 300 指数跌幅之比与基金平均股票仓位比例基本相当，说明整体上基金的结构配置调整效果并不显著。

但从基金内部来看，净值表现分化很大。在一季度迅猛下跌后对二季度股市表现仍保持谨慎的基金，净值下跌相对较小；而对二季度反弹报以高期望的基金，则仍然收获苦果。二季度主动管理的偏股基金中，跌幅最大的是南方高增长，净值下跌 28.18%；此外跌幅榜前列的大多是被动管理的指数基金。净值下跌较深的基金，仍然以高仓位和滞后的结构调整特征。同时，部分基金对于股市见底判断过早，对反弹行情预期过于乐观，则在二季度后期损失惨重。

抗跌性较好的可以分为两类基金，一类是通过极低仓位回避风险的；抗跌榜排名前列的大多是这类基金，如荷银预算、盛利配置等。一类是结构调整效果突出，辅以轻仓策略的基金，这类基金如交银稳健、国海弹性。

图 1：2008 年各阶段基金分类型业绩表现



\* 各类型基金平均业绩为德圣基金净值指数涨幅

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 1：二季度偏股方向基金业绩表现前 5+后 5

基金代码	基金名称	基金类型	收益率	+/-同类型	+/-基础市场	同类型排名	同类型数量
162205	荷银预算	配置混合	-3.37%	11.69%	22.20%	1	31
310318	盛利配置	配置混合	-3.90%	11.16%	21.67%	2	31
050007	博时配置	配置混合	-6.08%	8.98%	19.49%	3	31
519690	交银稳健	偏股混合	-6.40%	11.54%	19.17%	1	57
002001	华夏回报	配置混合	-7.36%	7.70%	18.21%	4	31
510880	红利ETF	股票型	-26.66%	-7.41%	-1.09%	145	149
519994	长信金利	股票型	-27.02%	-7.77%	-1.45%	146	149
161604	融通深100	股票型	-27.38%	-8.12%	-1.80%	147	149
160106	南方高增	股票型	-28.18%	-8.93%	-2.61%	148	149
159901	深100ETF	股票型	-29.26%	-10.01%	-3.69%	149	149

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

三季度，我们对偏股基金的业绩预期总体上仍然偏谨慎。偏谨慎的意思是基金大面积取得盈利的可能性很小，但基金的整体业绩将明显强于二季度。部分基金将有取得正收益的可能。最坏的时期过去，意味着单季平均净值下跌近 20% 的情景不太可能再出现；但基金之间的业绩差异仍将巨大。其原因是在分歧剧烈的转折时期，方才能够显出基金经理间投资能力的高下之分。

### 专题三：基金组合投资策略：坚守四项基本原则

在持有风险降低与长期趋势不确定的判断下，基金组合投资仍需要坚守四项基本原则：

#### 原则一：根据大趋势决定组合基本配置方向

虽然股市环境相较最糟糕的时候已有好转，但是并不表明从此进入趋势性上升。因此从大的配置原则来说，不能因为阶段性的投资机会就放弃自己的基本风险定位。

简单地建议，基金组合的基本配置方向是，积极型投资者偏股基金配置比例不超过 70%；稳健型投资者偏股基金配置比例在 50% 以下；保守型投资者，仍应把配置重点放在稳健的债券/货币类基金上。

对于可能有的阶段性投资机会，普通基金投资者应摒弃投机心理，避免因为急于补回损失的冒进心态而大举加仓。其原因一是对股市反弹节奏的把握是个人投资者很难做到的；二是结构性投资机会大于趋势性投资机会，看到股市持续普涨并非易事。放在基金上，就更难以通过基金买卖来实现这种波段收益。尤其对于指数基金的投资，普通投资者仍应谨慎。

#### 原则二：根据攻守平衡原则挑选偏股基金

在大跌中一直坚持投资偏股基金的投资者，对于基金的风险已经有了痛苦的切身体会。

明确自己投资偏股基金的目的后，选择偏股基金的标准仍然是强调基金的攻守平衡，即在牛市和熊市下体现出的平衡投资能力。这是我们二季度基金投资策略的主题；在三季度基金投资策略中，我们继续深入，强调基金的前瞻策略判断力。

### **原则三：应充分了解基金的投资个性**

即使在同一投资主题下，不同基金的投资个性、投资风格也会有所不同。因此充分了解自己所持有基金的投资特点，才能决定这只基金究竟是否适合自己的投资需要。

在本期策略主题十大熊市王牌基金经理中，我们就着重分析了不同基金经理各自的投资优势和投资风格。例如，虽然普遍抗跌，但有些基金经理善于择时，防御性更强；有些基金经理善于择股，进攻性更强；在仓位策略上，不同基金经理的做法也大相径庭。这样在不同的市场阶段，基金的业绩潜力就会有所差别，基金的风险程度也会有所差别。

### **原则四：根据投资目标来决定组合的进攻性**

在明确所挑选基金的投资个性后，最后一步就是根据自己的投资情况和投资目标来决定基金组合的进攻性。

对于轻仓且投资期限较长的投资者，由于股市进入底部区域，系统性的持有风险已经降低，因此可以忽视对于时间的选择而看重空间，可以选择在底部区域附近逐步增加偏股基金仓位。在基金的选择上，也可更多关注进攻性。

对于重仓投资者，反弹仍是调整基金组合的时机。关键就在于借助反弹把组合中长期表现不佳，或熊市下投资能力欠缺的基金调出组合。

对于风险敏感的投资者，在选择基金或调整基金组合时，稳健或谨慎就仍应作为首要标准。

具体投资者的情况千差万别，但原则是基本一致的。投资者也可关注我们根据市场变化即时给出的基金组合策略分析。

## **专题四：熊市十大王牌基金经理：仍是考验策略判断力之时**

在 08 年上半年，基于宏观的策略判断对基金投资的重要性被一再凸显出来。对于宏观走势的预期，对于行业强弱变化的判断，左右了基金在资产配置和行业配置层面的决策。而这也是决定基金熊市下表现如何的两个关键。相反，牛市适用的从微观出发、自下而上的选股策略效力下降，在基本面趋淡的行业中好的公司也未必能够抵抗风险。

股市已经度过快熊，但未来的趋势发展还有诸多不确定性。在宏观经济和股市周期的转折时期，体现出远见的策略判断力尤其重要。这不仅体现在仓位决策上，也体现在基金的

结构调整思路。因此，考察基金经理在牛熊转换之时的表现是未来选择偏股型基金的重要参考标准。

从这一角度出发，我们在偏股基金中选出十位在熊市下、不同程度上表现出卓越策略判断力的基金经理。出于分析多样化投资风格的目的，某些基金经理是对同系基金中类似风格基金经理的代表；因此，有一些同样在熊市表现优秀的基金经理并未包括在这一名单中。

在熊市下，这些基金经理体现出高人一筹的策略判断力和投资执行力；无一例外，在之前的市场狂热时期这些基金经理都体现出了独立思考的前瞻性，大跌来临时才得以反应快人一步。在面对超乎想象的快速下跌时，即使是熊市王牌基金经理也并非全然无过，甚至或多或少都有不同程度的投资失误，但对大方向的正确把握使得这些基金相对规避了系统风险，减少了投资者的损失。我们不期待基金经理的每个投资决策都正确，而是强调基金经理对投资大方向应有出独立、理性、稳健的判断力，这才是基金经理带给投资者的最大价值。面对未来可能的投资机会，投资者同样需要期望基金经理能棋高一招，先行一步。

### **胡建平、颜正华/华夏回报：仓位策略成功**

作为配置混合型基金，华夏回报的基金经理在 08 年以来的操作充分贯彻了灵活配置股债以规避风险的投资宗旨，在资产配置上体现出对趋势的清醒判断。

在 07 年四季度，华夏回报的基金经理即做出了市场系统性风险升高的判断，将股票仓位保持在 60% 左右的较低水平。08 年一季度后，伴随市场风险不断暴露，基金持续减仓，在一季度末和二季度末分别将仓位降至 50% 和 34%。

相对于成功的配置决策，第二季度的结构调整力度明显要弱一些，也就是说基金主要通过减仓来控制风险。在 07 年底至 08 年一季度大幅减持金属、金融、交运后，二季度行业配置结构基本保持不变。金融、金属仍然出现在前五大配置行业中，也在二季度为基金带来一定损失。但从方向上看，结构调整也是基本正确的。从重仓股角度看，除了调入部分能源股外，重仓股仍然保持着原有银行、钢铁、地产龙头股的特色，这也印证了结构调整力度不大的操作思路。

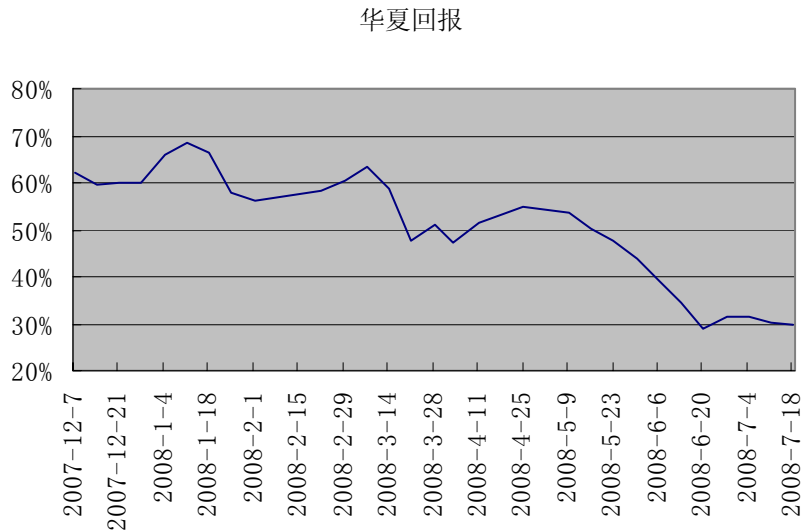
在一线基金公司中，华夏基金在资产配置上的投资决策可以说是本轮牛熊转换中表现最好的。虽然旗下基金整体规模庞大，但仍在仓位调整中走在前面，凸显了前瞻性策略判断和执行力的重要性。在基本的战略资产配置决策上，华夏系基金体现出同进退的特点。旗下基金基本保持了一致的减仓步骤，结构调整的方向也基本一致，说明更大程度上反映出基金公司整体的策略判断。

### **德圣点评：**

仓位策略是“快熊”中最好的避险策略，华夏回报在华夏系基金中具有代表性。也因此华夏系基金在大跌中普遍相对表现较好。轻仓可能带来错失阶段性投资机会的潜在问题，但也对后期基金的投资灵活性带来余地。在熊市下，远见第一；在前瞻性策略判断力如此重要

的 08 年，我们仍然期望华夏系基金能够比较出色地把握下一轮市场转机。

图 1：2007 年底以来华夏回报的测算仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 1：华夏回报 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
金融、保险业	19.02%	-1.04%
金属、非金属	12.58%	-0.31%
采掘业	12.19%	1.91%
石化、塑胶	8.98%	-0.17%
机械、设备、仪表	8.38%	-0.04%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 2：华夏回报配近期业绩概览

08-7-25	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	-0.34%	1.40%	2.20%	-4.08%	-17.41%	-13.51%
+/-同类型	0.23%	-0.95%	-1.43%	10.31%	5.99%	14.81%
+/-基准指数	0.90%	-2.91%	-2.73%	17.47%	29.94%	30.39%
同类型排名	17	23	24	3	3	12
同类型基金数量	40	39	36	31	31	40

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

### 王亚伟/华夏大盘精选：特立独行风格依旧

在整体风险突出的背景下，华夏大盘精选基金在 08 年的表现不再如同 07 年那么突出。

但是王亚伟的独特投资风格仍然在独具特色的选股上得到体现。

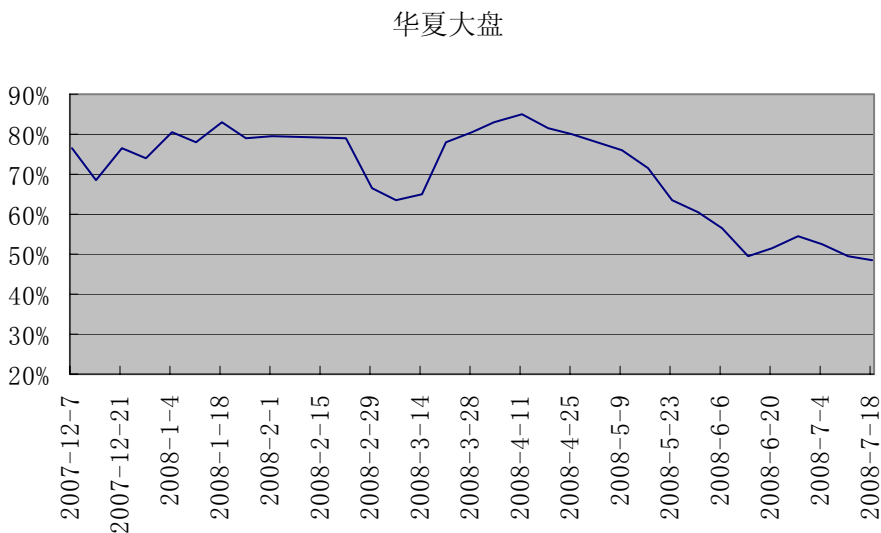
在仓位策略上华夏大盘精选表现得十分灵活。在下跌初期，虽然略为降低了股票仓位，但华夏大盘仍然主要通过个股的挖掘来对抗大盘下跌，基金选股仍然以偏离主流的中小盘成长股为主，重视微观层面的个股挖掘，相对忽视行业特征。这一策略在下跌初期卓有成效，所选个股不少在一季度比较抗跌，使基金在仓位较高的情况下一季度业绩仍然能高居同类型第一。从中我们仍然可以看到华夏大盘执行相对积极的策略，对阶段性和结构性投资机会参与较多。

但在二季度反弹夭折后，股市由蓝筹领跌转向全面普跌，之前跌幅小的板块和个股出现大面积补跌，这使得通过个股选择回避风险的策略失去效力。华夏大盘从5月后开始明确减仓，回归了华夏系基金以仓位对抗下跌的普遍策略。同时在行业结构上也作出明确的方向性调整，减持了地产、钢铁、机械等周期类的股票。虽然在选股上仍然有所收获，部分新增重仓股贡献超额收益，但大面积的补跌还是使整体股票投资出现较大亏损。二季度基金业绩出现比较明显的下滑。

### 德圣点评：

王亚伟的投资风格在基金中特立独行。不买基金重仓股，广泛发掘被忽视或冷落的投资机会是其一贯特色，在牛市和熊市下这种风格总体未改。在策略判断力重于个股挖掘力的转折阶段，这种风格的有效性会大打折扣；不过总体而言仍是熊市下另类的一种避险策略，同时兼具进攻性。在股市已经趋近底部的情况下，阶段性活跃的行情会带来更多局部投资机会。结合仓位策略与选股能力，华夏大盘有望保持业绩相对领先。

图 2：2007 年底以来华夏大盘的测算仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

表 3：华夏大盘 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
金属、非金属	17.56%	1.05%
石化、塑胶	15.94%	2.68%
信息技术业	12.11%	5.83%
机械、设备、仪表	10.54%	2.87%
房地产业	7.43%	-10.14%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 4：华夏大盘近期业绩概览

08-7-25	近一日	近一周	近一月	近一季	近半年	今年以来
基金净值增长率	-0.41%	3.19%	6.59%	-6.53%	-27.85%	-20.83%
+/-同类型	0.24%	0.69%	1.11%	11.11%	0.25%	12.51%
+/-基准指数	0.83%	-1.11%	1.66%	15.02%	19.49%	23.07%
同类型排名	11	13	5	2	5	2
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）

### 张晓东/国海富兰克林弹性：弱市下的策略性选股高手

国海富兰克林弹性市值是我们在 2007 年三季度投资策略《十大蓝筹基金》中重点关注的一只基金，并在此后一直处于重点关注的基金池中。此轮牛熊轮转后，国海弹性是少数几只攻守兼备，相对业绩仍然能名列同行前茅的基金。

无论牛市还是熊市，张晓东的策略性选股风格体现得淋漓尽致。所谓策略性选股就是在选股不局限于静态、微观层面的公司研究，而是结合宏观、行业发展趋势，动态判断个股的投资价值。对投资趋势变化的准确把握使得国海弹性成为以结构应对下跌做得最成功的基金之一。

在 07 年四季度，基金经理较早地意识到了投资趋势发生转折的可能性，确定了上游资源型产品和最下游消费类的配置思路。在四季度对周期性较强的钢铁，有色金属等行业进行了相应减持，增加了商业零售、煤炭，电子元器件和软件等行业的配置，很好的把握了市场节奏。08 年一季度，基金对通胀的投资主线认识明确，看好资源类行业，对受益于通货膨胀的商业、化工、煤炭等行业超配，对中游制造业，如钢铁、有色冶炼、机械等行业低配。二季度中维持了一季度的配置思路，对银行、地产等方面低配，对受益于通货膨胀的商业、化工、煤炭等行业超配，对中游制造业，如钢铁、有色冶炼、机械等行业低配。回过头来看，自 07 年四季度以来基金清晰、正确的配置方向在同行中表现可谓十分出色。

基金的配置思路主要通过个股选择来实现。从行业配置的角度选择个股，使得国海弹性的重仓股总体上表现良好，在一二季度普跌的环境下都体现了显著的超额收益能力。尤其是在二季度，基金重仓股组合在很大程度上抵抗了市场下跌，三只重仓股盐湖钾肥、国阳新能、西山煤电贡献了正收益。

当然，虽然在行业配置和个股选择上表现出色，但基金经理的投资运作中也有一个明显的弱点，即在资产配置层面上无所作为，或者说对股指趋势的判断力不足。虽然正确的结构配置发挥了较大作用，但基金经理对于股市整体下跌的系统性风险估计不足；在全盘下跌的股市下，持股的绝对风险仍无法规避。这使得基金虽然相对业绩领先，但净值仍遭到一定损失。从仓位测算我们看到，基金在5月以后才开始明确减仓，在6月后快速减仓。在仓位配置决策上没有踏准节奏。

### 德圣点评：

国海弹性基金经理张晓东在投资上表现出相当强的韧性，是仅有的几位牛熊都能大幅跑赢同行的基金经理之一。虽然不善择时，但在过去几次市场环境的显著转折时，在各个市场阶段都能通过选股策略的调整相对战胜市场，体现出在不同的大趋势下选对股票的关键能力。这在以选股为看家本领的诸多基金经理中并不多见。但基金在下跌后期减仓操作上有些过于激烈，似有矫枉过正之嫌。随着股市接近底部区域，较轻的仓位也给基金调整组合，把握阶段性机会的较大空间。

图 3：2007 年底以来国海弹性的测算仓位变化

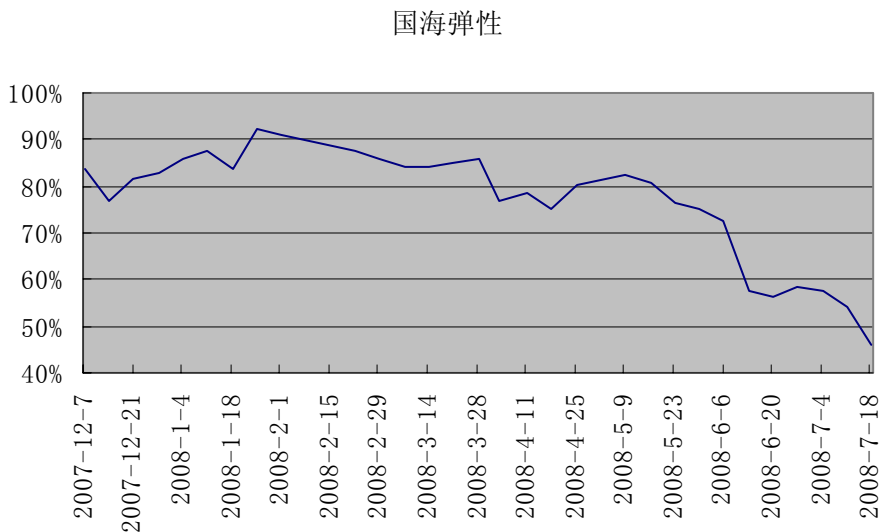


表 5：国海弹性 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
石化、塑胶	20.43%	5.31%
采掘业	18.48%	1.66%
金融、保险业	13.00%	-4.72%
电力、煤气、水	12.35%	2.51%
批发和零售贸易	9.02%	0.74%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 6: 国海弹性近期业绩概览

08-7-25	近一日	近一周	近一月	近一季	近半年	今年以来
基金净值增长率	-0.78%	1.48%	2.07%	-4.72%	-25.37%	-21.52%
+/-同类型	-0.03%	-1.41%	-4.48%	14.44%	7.68%	14.04%
+/-基准指数	0.46%	-2.83%	-2.86%	16.83%	21.97%	22.39%
同类型排名	97	147	135	4	4	21
同类型基金数量	165	163	161	150	148	165

数据来源: 德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

### 郑拓/交银稳健: 准确判断宏观趋势

在熊市下, 成功者的故事或多或少会有相同之处。交银稳健基金经理郑拓也是在熊市下发挥良好策略判断力的例子, 较早对宏观和行业趋势作出了正确判断, 使基金在仓位和配置两大关键点上做得比较成功。

郑拓在既往基金经理任内都体现出稳健、注重风险的投资风格。在 07 年三季度, 郑拓是基金业中少有的提出 A 股已出现泡沫特征的基金经理, 对高速增长下的宏观隐忧已有警惕。07 年底, 基金对 08 年的投资作出了谨慎预判, 对增长减速、通胀加剧有清醒的认识, 同时在操作上已开始做逐步调整, 降低仓位, 减持周期行业。

一季度的风险爆发期反而是交银稳健奠定熊市优势的时期。基于先前的谨慎判断, 基金对风险反应迅速, 在仓位和配置上都做了果断的调整。一是大幅减仓, 二是在减仓的同时对行业配置进行大规模调整, 大幅减持了金融、金属、地产三个重灾行业, 同时少量增持医药、零售、采掘等抗周期行业。二季度基金经理继续对下跌风险保持高度警惕, 延续一季度的调整思路, 减仓的同时继续降低高风险行业, 大量增持能源、医药行业, 重配零售、食品饮料等防御型行业。

与国海弹性类似, 交银稳健的行业配置调整也主要体现在选股上。清晰的宏观趋势判断使得其重仓股组合也是基金同业中表现最佳之列, 二季度多数重仓股贡献了显著的超额收益; 二季度中, 同样有四只能源类重仓股贡献了正收益。

基于以上种种原因, 交银稳健的相对业绩在熊市下大幅提升。事后来看业绩数字, 很容易看到交银稳健选股的成功之处。但我们更重视的是这种成功不是偶然, 而是符合基金一贯、清晰的投资思路, 与基金经理的前瞻性策略判断力是分不开的。同时, 基金有效的投资调整也与相对较小的规模有关。

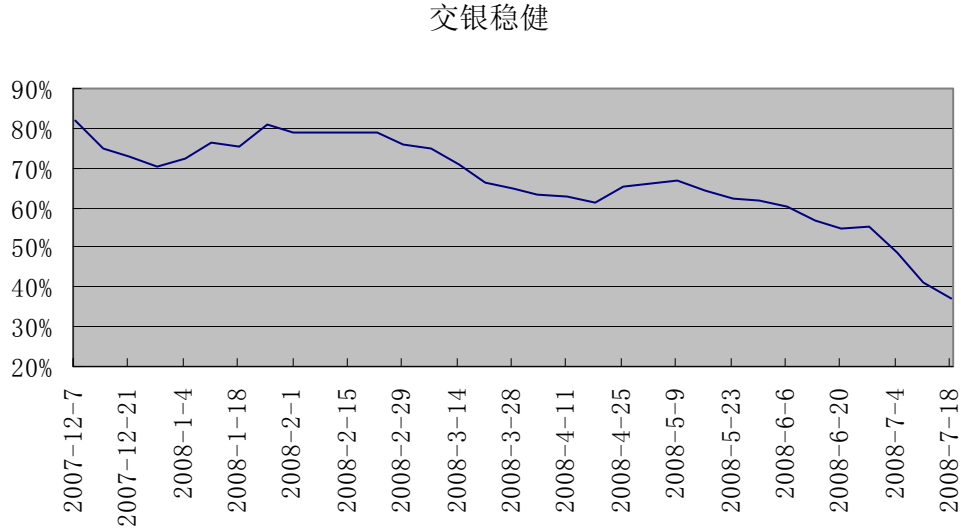
不过值得注意的是, 基金在 6、7 月中仍然保持着持续主动减仓的态势, 对短期市场的判断有过于谨慎的可能。较小的基金规模使得基金仓位操作相对容易。

### 德圣点评:

股市的牛熊转换给了稳健派基金经理充分发挥的空间。运作上一贯有求稳倾向的银行

系基金在熊市下表现普遍回升并非偶然。而交银稳健也是熊市下业绩提升显著的交银施罗德系基金的代表。其他各只交银系偏股基金，交银成长、交银蓝筹、交银精选业绩也普遍表现稳健。根据我们的判断，基金目前的轻仓状态对于把握阶段性投资机会不利，但出于良好的策略判断力，我们继续看好郑拓管理的交银稳健在熊市下发挥出投资优势。

图 4：2007 年底以来交银稳健的测算仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 7：交银稳健 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
采掘业	31.93%	10.25%
批发和零售贸易	23.71%	3.85%
石化、塑胶	13.25%	-4.31%
食品、饮料	7.87%	-0.30%
医药、生物制品	7.44%	2.59%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 8：交银稳健近期业绩概览

08-7-28	近一日	近一周	近一月	近一季	近半年	今年以来
基金净值增长率	0.65%	-0.51%	0.57%	-8.57%	-26.24%	-22.57%
+/-同类型	0.17%	-1.34%	-3.31%	7.90%	5.39%	10.45%
+/-基准指数	0.00%	-2.15%	-5.76%	16.15%	20.48%	20.97%
同类型排名	15	54	54	3	2	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）

**董承非/兴业全球视野：扎实的投研，扎实的回报**

兴业全球基金也是牛熊转换中体现出平衡投资能力的少数基金之一。稳健和扎实的投资思路是基金在各种市场环境下保持稳定表现的主因。相对而言兴业全球属于选股型基金，但基金经理的策略判断力也贯穿在基金投资中。

在 07 年底，基金经理董承非对 08 年的投资做了相对谨慎的预期，对 08 年的几大趋势，宏观隐忧、业绩下滑、高通胀都作出了基本准确的预判。但基金在投资上并未做大幅调整，而是在原有配置基础上微调。08 年 1 月市场风向趋变，此时基金经理的谨慎心态使基金迅速在仓位和结构两个方向上都做出了调整。从仓位测算中可以看到，在 1.15 第一轮大跌后，基金利用反弹明确开始减仓，同时对持仓结构进行调整，大幅减持地产、金属等周期行业。但基金经理在对金融业的判断上出现了一定问题，1 季度选择加仓金融股并非明智之举。

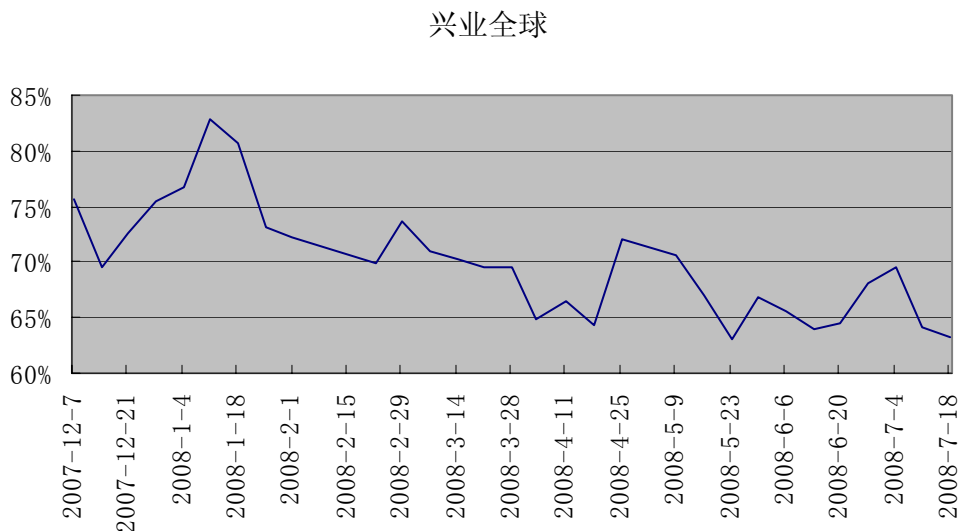
2 季度基金维持了谨慎的投资策略。仓位保持相对低位，主要增持了上游资源性行业，但基础的配置结构相对均衡，金融业配置较重。这也符合兴业的投资风格，不会过于偏离主流。金融、金属行业配置较重使基金净值遭到较大损失，但基金经理通过相对均衡的行业配置和个股选择一定程度降低了损失。

总体来看，兴业全球视野在牛熊转换中的投资操作有得有失，但在方向正确性上一直保持着较好的稳定性。

#### 德圣点评：

兴业基金在众多二线基金公司中并不特别突出，基金公司对外的形象比较低调。但基金公司对投研的专注使得兴业系基金在近一两年中业绩表现始终扎实、稳健。我们不期待基金经理的每个投资决策都正确，而是强调基金经理对投资大方向应有出独立、稳健的判断力，这才是基金经理带给投资者的最大价值。这能保证基金投资不出现大的失误，也是经历市场转折后长期回报仍能保持优秀的保障。

图 5：2007 年底以来兴业全球视野的测算仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

表 9：兴业全球视野 2 季度配置前五大行业

行业	2 季度配置比例	比例增减
金融、保险业	30.46%	-3.72%
金属、非金属	11.82%	1.40%
采掘业	10.99%	5.00%
石化、塑胶	10.06%	1.40%
食品、饮料	8.10%	1.03%

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

表 10：兴业全球视野近期业绩概览

08-7-25	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	-0.50%	3.27%	3.23%	-12.19%	-28.77%	-23.60%
+/-同类型	0.25%	0.39%	-3.32%	6.96%	4.28%	11.96%
+/-基准指数	0.73%	-1.03%	-1.71%	9.36%	18.57%	20.31%
同类型排名	43	61	110	61	12	25
同类型基金数量	165	163	161	150	148	165

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

## 张翎 曹冠业/工银价值：稳健的价值投资

工银价值基金在江晖时代曾有过不错的业绩表现。在 07 年基金的表现有所沉寂，但在风险增大的熊市下，基金经理稳健的价值投资风格显现出优势。仓位策略和配置策略基本把握了市场的方向，这同样是工银价值熊市下渐显投资优势的原因。

在 07 年底，基金经理对 08 年投资环境的复杂性作出了准确的判断，对经济增长减速、高通胀、大小非减持等长期趋势均有所警惕。07 年四季度在之前相对均衡的配置格局上进行了微调，维持能源行业的高配置，增持了电信、信息技术、消费品和钢铁板块的配置，降低金融地产的配置比例。

08 年一季度，面对明确的下行风险，基金经理进一步强化了这种操作思路。在大幅减仓的同时对行业配置上进行大规模调整，大幅减持强周期的券商类个股，重点配置煤炭等能源行业，及食品饮料医药传媒农业等下游内需驱动的行业上。二季度基金维持之前的谨慎判断，一直保持仓位在下限附近，主要配置于抗周期的防守型行业。同时我们注意到，基金在二季度对部分大跌的金融股有所增持，6 月下旬以后有明显的增仓迹象。在时机的把握上，基金经理体现出独立判断力。

总体而言工银价值倾向于配置型风格；在重仓股的选择上，可以看出基金经理有较强的价值投资风格。

**德圣评价：**

基金经理稳健的价值投资风格在狂热的牛市下没有优势，但在风险来临时，良好的策略判断力使得基金优势逐渐显现。基金经理在经济和资本市场转折时期体现出优秀的独立判断力，这是我们继续看好的原因。

图 6：2007 年底以来华宝策略的测算仓位变化

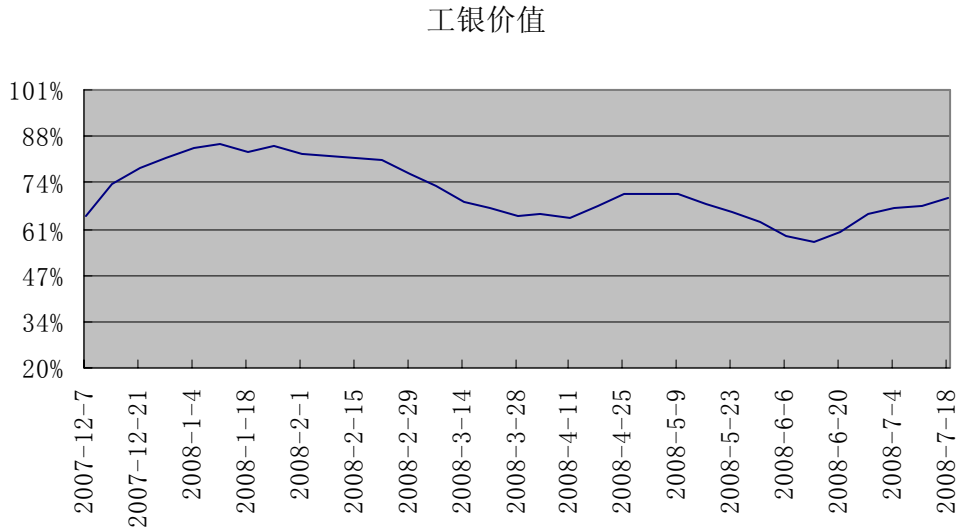


表 11：工银价值 2 季度配置前五大行业

行业	2 季度配置比例	比例增减
金融、保险业	16.68%	9.40%
批发和零售贸易	16.26%	-0.39%
交通运输、仓储业	11.25%	4.14%
食品、饮料	8.64%	1.51%
采掘业	5.99%	-1.87%

数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

表 12：工银价值近期业绩概览

2008-7-28	近一日	近一周	近一月	近一季	近半年	今年以来
基金净值增长率	0.76%	1.73%	5.72%	-9.10%	-29.64%	-25.29%
+/-同类型	0.24%	0.46%	0.74%	8.50%	0.03%	9.94%
+/-基准指数	0.11%	0.08%	-0.61%	15.62%	17.08%	18.25%
同类型排名	21	22	61	8	18	27
同类型基金数量	163	162	161	150	148	163

数据来源：德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

邓晓峰/博时主题行业：反向投资见效须待时日

面对 08 年突如其来的巨大风险，邓晓峰管理的博时主题行业是为数不多的“早说也早做”的基金。在 07 年底即开始着手调整仓位。对系统性风险的警觉和较早的仓位调整是博时主题在整个下跌时期相对抗跌的主要原因。但结构调整乏力削弱了基金在熊市下的抗跌性。

在 07 年底，基金经理明确提出了着眼于防守的资产配置。从仓位测算上可以看到，博时主题是基金中最早开始调低仓位的基金之一。但是在下跌初期的减仓并不十分坚决，原因是试图寻找更佳的减仓时机，对短期市场表现仍有偏乐观的期待。但总体而言，较早进行仓位调整仍然明显优于此时的同类基金。

在系统性风险判断上比较成功，但在行业趋势判断上基金经理略显逊色。这使得基金的行业配置和个股选择并未起到额外避险作用，相反重仓配置的金融、交运拖累了基金净值表现，以银行、交运股为主的重仓股组合也表现不佳。基金规模庞大在一定程度上使基金的行业配置集中于主流行业，但基金对行业趋势判断不明还是影响配置的主因，在减仓的同时本应有充分的空间进行结构调整。

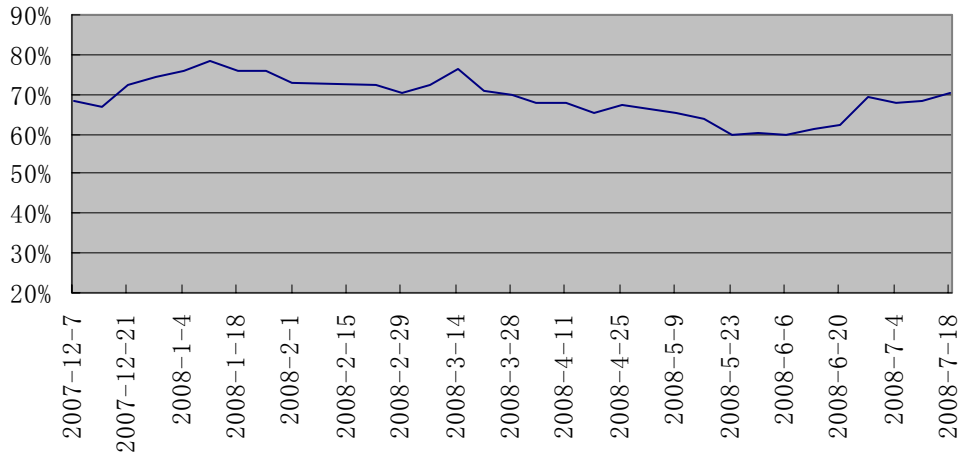
与同业多数基金相反，我们看到博时基金在资产配置上执行了显著的反向操作：在 6 月下旬的过度下跌后，基金开始主动增仓。同样在行业和个股上，基金经理邓晓峰也素有反向操作的思路，在过度下跌中寻找投资机会是理性、独立投资的体现。6 月底以来股市基本进入底部区域，近期有阶段性反弹可能。相对于眼下过度悲观的基金，反向投资有可能取得积极效果。

#### **德圣点评：**

博时主题行业基金的业绩表现在熊市中迄今处于中游偏上水平，并不十分突出，但各个时期的基金业绩表现都比较稳定。理论上来说市场的大幅下跌提供了反向投资的良好环境，在仓位策略上表现出前瞻性的博时主题更加具备理性投资的灵活空间。这在短期市场的表现上也看到了一定的成效。不过相对于更长期的不确定趋势和谨慎预期而言，反向投资要真正见效须等待更长周期的考验。

图 7：2007 年底以来博时主题的测算仓位变化

## 博时主题



数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 13：博时主题 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
金融、保险业	26.00%	-9.23%
交通运输、仓储业	18.99%	-0.61%
采掘业	14.76%	3.27%
机械、设备、仪表	10.31%	4.92%
电力、煤气、水	7.53%	0.60%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 14：博时主题近期业绩概览

08-7-25	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	-0.74%	3.44%	4.18%	-11.15%	-33.88%	-30.79%
+/-同类型	0.01%	0.55%	-2.37%	8.01%	-0.82%	4.76%
+/-基准指数	0.50%	-0.87%	-0.76%	10.40%	13.46%	13.11%
同类型排名	88	49	75	40	44	63
同类型基金数量	165	163	161	150	148	165

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

## 牟旭东/华宝多策略增长：多策略风格

华宝多策略增长基金的“多策略”和风格轮动投资，是在股市各个阶段基金表现出现持续投资能力的主要原因。同样，仓位和结构两方面因素使得华宝多策略在熊市中表现良好。

在仓位策略上，华宝多策略一定程度上得益于一季度的被动轻仓。1月初华宝策略进行

拆分，基金规模大增使得基金仓位被动下滑。这使得基金躲过了1月中旬后的市场暴跌。随后基金逐步建仓至60%，并保持这一较轻仓位，可以说仓位策略上既有被动得益也有主动。

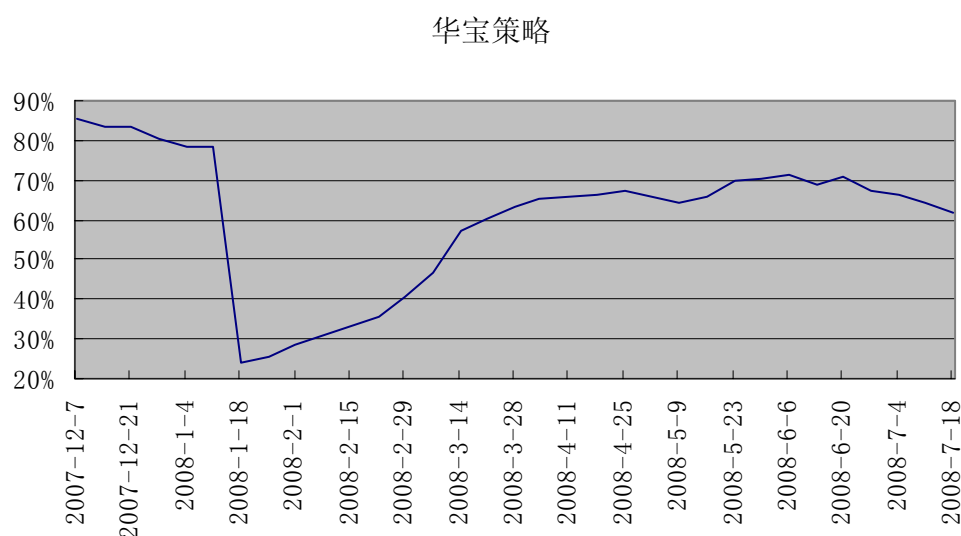
在结构配置上，避开主流行业，适时进行风格轮动。一季度基金经理在风格板块的配置上重点加强了中小市值行业与个股的配置，取得了一定的效果。在第二季度，在风格板块的配置上重点加强了大市值的个股配置，在“4.24”反弹行情中取得了一定效果。从整体行业配置来看比较均衡，避免重配于高风险行业。

二季报中，基金经理提出下半年着眼于三类投资机会的挖掘：一是科技类的公司，尤其是现金流稳定的公司，随着创业板的推出可能产生投资机会；第二类是产品价格被严重价格管制的行业和公司，如成品油价格、电力价格、动力煤价格等，一旦价格放松，企业的盈利将会回归到正常的轨道。第三类是规避宏观经济下降风险的稳定类行业，如医药。

### 德圣评价：

由于基金产品中特别突出的“多策略”特点，华宝多策略增长在投资上的确不同于主流配置的基金。对市场的风格变化跟踪成为行之有效的投资策略。同时基金经理在投资上仍保持着谨慎的基调，符合攻守兼备的特点。

图 8：2007 年底以来华宝策略的测算仓位变化



数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 15：华宝策略 2 季度配置前五大行业

行业	占股票市值比例	比例增减
采掘业	13.34%	9.60%
石化、塑胶	11.42%	-6.73%
金属、非金属	10.88%	-0.84%

金融、保险业	10.70%	-1.42%
信息技术业	8.71%	0.94%

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

表 16：华宝策略近期业绩概览

08-7-25	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	-0.20%	2.54%	5.24%	-8.22%	-21.43%	-17.05%
+/-同类型	0.55%	-0.35%	-1.31%	10.94%	11.62%	18.51%
+/-基准指数	1.04%	-1.77%	0.31%	13.33%	25.91%	26.85%
同类型排名	17	108	38	15	1	18
同类型基金数量	165	163	161	150	148	165

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

### 王宏远/南方稳健：基于宏观判断的大胆配置

南方稳健在 08 年上半年业绩表现处于中游偏下水平。但是基金在策略判断上还是有成功之处。基于宏观判断的配置策略方向正确，但在仓位上略偏积极。随着股市底部区域显现，基金的业绩有望提升。

王宏远在 07 年底准确地把握了高通胀和高资源价格两个投资主线。在 07 年底和 08 年初大胆挖掘农业投资主题，在一季度大幅下跌的股市中是难得的避险板块。同时面对大小非解禁提出的投资思路也颇有新意。二季度前期对农业和消费品行业中优质企业进行重点投资，取得了较高的超额收益，二季度后期增加了投资组合与资本市场和宏观经济的相关性，加仓明显，重新介入跌幅较深的证券、钢铁等个股，显然对阶段市场环境转暖抱有较强信心。在行业配置上，南方稳健是少有的重仓配置农业板块的基金，对农业板块的重点投资体现出独特的投资思路。

基金经理王宏远代表了南方系基金的基本策略判断；虽然策略方向正确，但对于阶段性投资环境转暖的预期偏乐观，投资操作也偏积极，这是反弹夭折后基金净值受损的主因。

#### 德圣评价：

南方基金在此轮大调整中对于宏观的基本策略判断并没有出现大的问题，相反比较准确地把握了通胀、资源价格上涨等关键投资趋势；但在投资实践上还是出现了偏乐观的倾向。如果基金在仓位控制上更谨慎一些，无疑会有更好的抗跌表现。下半年出现基金预期之中的阶段性转暖的可能性增大，从攻守平衡的角度，我们预期下半年投资业绩将有所提升。

图 8：2007 年底以来南方稳健的测算仓位变化

## 南方稳健

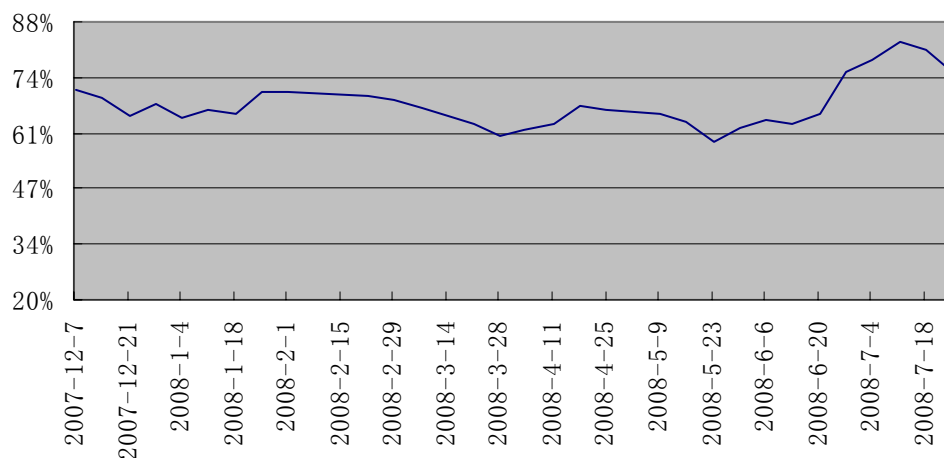


表 15: 南方稳健 2 季度配置前五大行业

行业	2 季度配置比例	比例增减
金融、保险业	18.73%	-2.63%
食品、饮料	13.05%	-4.47%
医药、生物制品	11.50%	6.58%
金属、非金属	11.21%	9.10%
石化、塑胶	10.98%	-0.50%

数据来源: 德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

表 16: 南方稳健近期业绩概览

2008-7-28	近一日	近一周	近一月	近一季	近半年	今年以来
基金净值增长率	0.15%	0.64%	4.32%	-15.12%	-37.07%	-33.15%
+/-同类型	-0.36%	-0.63%	-0.66%	2.47%	-7.41%	2.08%
+/-基准指数	-0.50%	-1.01%	-2.01%	9.59%	9.64%	10.39%
同类型排名	144	111	105	70	90	104
同类型基金数量	163	162	161	150	148	163

数据来源: 德圣基金研究中心 (www.dsfof.com)

### 谢伟鸿/南方全球精选: 配置型风格初步成形

作为 QDII 投资的一个代表, 南方全球精选基金经理谢伟鸿在十大王牌熊市基金经理中比较特别, 原因是 QDII 基金的价值评判完全不同于 A 股基金。南方全球精选初步成形的资产配置策略正在逐渐体现出 QDII 基金的特殊配置价值。

我们始终认为, 分散单一市场的系统性风险应该是投资于 QDII 基金的首要目的, 也是 QDII 基金应该定位的核心价值。在已发行的 QDII 基金产品中, 这一核心价值在南方全球精选上得到最好的体现。全球化配置策略、ETF 基金配置为主都显示基金产品设计的初衷是以

全球化配置为投资策略的核心。

基于对全球经济和产业走势判断的资产配置决策是南方全球的主要投资特点，这一特点在 08 年一季度以后开始初步显示出投资优势。在 07 年底南方全球在发达市场和新兴市场中配置相对均衡；在 08 年 1 季度大幅降低了美国、欧洲、韩国等弱势市场的配置，提高了巴西、俄国、墨西哥等强势市场的配置。

在二季度南方全球对旗下基金配置做了大幅调整。五月拉丁美洲成为全球表现最佳的区域，但六月份面临获利回吐的压力也出现了较大的回调。基金逢高降低了拉美、墨西哥等市场的配置。基于对能源价格长期看好，基金保持了巴西、俄国等资源类国家的配置。同时，二季度基金重点增配了原油、商品、农业等产业型 ETF 基金，在策略上更接近宏观基金的运作特点。

此外，南方全球精选也进行部分的港股投资，最高可投资 40% 净资产于港股，眼下相对弱化港股投资，约占净值 25%。在港股投资中基金采取选股型策略，总体上表现较好。

综合起来看，南方全球在同期全球运作的基金中表现也还是不错的。但由于基金的权益类投资仓位始终较高，因此客观上呈现出高风险的特点。

#### 德圣评价：

相对于国内 A 股基金，南方全球面临更加复杂的投资环境。谢伟鸿带领的南方海外投资团队相对国内其他 QDII 基金在全球投资上表现得更为成熟。随着油价显露见顶迹象，与之相关的全球商品、宏观走势具有更多的不确定性，将对基金经理的全球投研能力提出更多挑战。但全球化配置无疑应作为规避 A 股单一市场风险的一个选项。

表 17：二季度南方全球精选配置的前 10 大基金

基金名称	投资属性	基金类型	期末市值占净值比	上季度配置比例
GOLDMAN SACHS LIQ RES FD INSTL CL	货币市场	货币市场基金	10.89%	5.49%
ISHARES MSCI BRAZIL	巴西	ETF 基金	8.24%	10.83%
MARKET VECTORS RUSSIA ETF	俄国	ETF 基金	5.80%	4.32%
US NATURAL GAS FUND LP	能源基金	ETF 基金	5.02%	-
UNITED STATES OIL FUND LP	能源基金	ETF 基金	4.75%	-
FORDING CANADIAN COAL TRUST	能源基金	信托基金	4.14%	-
POWERSHARES DB COMMODITY IND	商品基金	ETF 基金	3.88%	-
MARKET VECTORS AGRIBUSINESS	农业基金	ETF 基金	2.79%	-
ENERGY SELECT SECTOR SPDR	能源基金	ETF 基金	2.74%	-
POWERSHARES DB AGRICULTURE F	农业基金	ETF 基金	2.51%	-

数据来源：德圣基金研究中心（www.dsfof.com）

## 专题五：牛熊转换中债券货币类基金投资价值凸显

受内外因素的共同影响，二季度国内 A 股市场继续震荡调整之势，其中上证综指下跌 21.21%，基金重仓的地产、金融等权重板块整体跌幅也较为靠前。受基础市场整体走势不佳的影响，偏股基金在此轮市场调整中深受重创，股票型以及偏股型基金无论是在资金规模上，还是在业绩表现上都处于明显下降的状态。与之相反，债券货币基金的投资价值却从边缘走到了主场。随着市场风险的逐步显现，其具备的避险功能也使得此类基金在 08 年备受追捧。

### 二季度债券货币基金规模继续扩大

二季度债券货币类基金的资金规模，在一季度已经有所上升的情况下继续扩大。除基于市场未来走势变化的判断下，投资者增持该类基金较多外，货币市场不断上扬的利率也增加了此类基金的吸引力。而二季度新发行的基金中债券基金居多，无疑增加了该类型基金的既有规模。

### 从不同角度评估债券货币基金二季度业绩表现

08 年二季度股指表现持续不佳，但与债券货币基金相关的债券市场较为平稳，短期债券利率以及信用利差保持稳定。多数基金通过维持组合较高的久期，增持部分浮动利率债券以及部分信用较好的短期融资债券，充分享受了相关利率及利差稳定所带来的收益。结合今年半年的统计结果可以看出，在市场的弱市调整中，债券货币类基金的平均业绩跌幅远小于偏股基金，该类投资风险较低的基金成为动荡行情下的避风港。但从该类基金的具体表现来看，基金的投资能力还是存在一定差异的，评估这类基金也要从不同的角度出发。

由于基金对股票仓位控制、债券流动性把握的不同，与债券相关的债券型基金、偏债型基金、转债型基金的业绩表现不一。可转债基金由于本身股债的动态变动，对基金的选时投资能力和转债的投资灵活性有一定的要求，相比之下也就存在较高的风险。而债券型基金则是今年以来少有的收益为正的基金，该类基金的投资能力更多的是取决于对债券组合的调整优化能力。

货币基金以流动性好的金融债、企业债、央行票据等为主要投资对象，主要目的是用来实现良好流动性基础上获取资金富余收益。因此，评估货币市场基金一是看基金的流动性管理如何，二是看基金是否能够根据货币政策和货币市场投资环境的变化灵活地调整投资策略，获取高流动性之下的低风险或无风险收益。鉴于 08 年股票市场的动荡环境，货币市场的收益预期有可能下降。二季度多数货币基金实现了正收益，虽然货币基金净值收益率普遍落后于 1 年期银行定期存款的基准收益率，但做为低风险的品种在组合调整中仍然是可以配置的。

由于债券货币类基金业绩存在一定的差异，基金评定选取的角度也不同，所以投资者在调整基金组合，增配此类基金时可以结合二季报进行具体的分析，取利避短，去伪存真。

表 1.各类型基金半年业绩表现

基金类型	平均增长率	基金个数
指数型	-43.19%	17
股票型	-35.19%	130
偏股混合	-33.31%	57
配置混合	-28.66%	31
QDII	-25.94%	4
偏债混和	-10.67%	5
保本型	-9.52%	3
债券型	0.21%	29

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

表 2：部分类型基金二季度规模变动情况一览表

投资类型	二季度基金总份额 (亿份)	一季度基金总份额 (亿份)	增减(亿份)
债券型	1197.9746	923.1608	274.8138
货币型	1305.2922	1199.4093	105.8829
偏债混合	82.0213	89.5416	-7.5203
股票型	12573.674	12672.212	-98.538
偏股混合	4149.5226	4264.3107	-114.7881

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

表 3：部分类型基金二季度资金变动情况一览表

投资类型	二季度基金总金额 (亿元)	一季度基金总金额 (亿元)	增减额(亿元)
债券型	1256.1283	982.0156	274.1127
货币型	1305.2922	1199.4093	105.8829
偏股混合	3777.0888	4868.1501	-1091.061
股票型	11257.365	14205.377	-2948.012

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

## 附：部分债券货币类基金点评

### 银河收益：债券基金中的黑马

银河收益基金属于低风险的品种，以债券投资为主，兼顾股票投资。其股票投资比例控制在 20%以内。持股行业配置较为分散，且随市场行情变化调整较为及时。在市场不同阶段该基金管理者表现出较强的选股能力。在 06、07 年债券市场整体表现不及股票市场的情况下，该基金仍取得了超过 30%的年度收益。08 年动荡行情下，基金进一步采取减仓的操作策略，有效控制了净值下跌的风险，相比偏股基金体现出较强的抗跌性。

表 4：银河收益近期业绩表现一览表

2008.07.25	近一日	近一周	近一月	近一季度	今年以来

基金净值增长率	-0.16%	0.54%	2.05%	-1.07%	-8.38%
+/-同类型	0.04%	-0.12%	0.83%	2.06%	-0.94%
+/-基准指数	-0.19%	0.48%	2.02%	-1.31%	-10.79%
同类型排名	4	3	2	3	3
同类型基金数量	5	5	5	5	5

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

### 南方宝元：偏债基金中收益预期较高

基金以债券投资为主，但股票投资可在 35% 的范围内浮动。其股票投资部分主要选择绩优蓝筹股。南方宝元秉承了南方公司一贯投资风格，在操作稳健的同时注重抓住随时出现的阶段性投资机会，在股票上持股结构随行情变化调整较为及时。受益于南方公司较为成熟的市场投资经验和资金运作能力，南方宝元虽风险略大于同类基金，但在不同的市场阶段也取得了超出同类型的收益。

表 5：南方宝元近期业绩表现一览表

2008.07.25	近一日	近一周	近一月	近一季	今年以来
基金净值增长率	-0.59%	1.36%	2.20%	-4.58%	-9.23%
+/-同类型	-0.39%	0.70%	0.98%	-1.45%	-1.80%
+/-基准指数	-0.62%	1.30%	2.17%	-4.82%	-11.65%
同类型排名	5	1	1	4	4
同类型基金数量	5	5	5	5	5

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

### 长盛债券：债券增强型指数基金

长盛中信全债基金是一只债券增强型指数基金，跟踪中信全债指数。但事实上投资特性类似于偏债混合基金，其股票投资比例不超过 15%。该基金持股风格随市场行情转变较为及时，06、07 年重仓持有大盘股而积累了一定的收益，08 年持有中盘股适时规避大盘股调整带来的风险。作为债券类基金中唯一一只跟踪全债指数的基金，我们看好长盛债券的后期表现。

表 6：长盛中信全债基金近期业绩表现一览表

2008.07.25	近一日	近一周	近一月	近一季	今年以来
基金净值增长率	-0.03%	0.75%	1.19%	-0.25%	-5.16%
+/-同类型	0.18%	0.08%	-0.03%	2.88%	2.27%
+/-基准指数	-0.06%	0.69%	1.16%	-0.50%	-7.58%
同类型排名	1	2	3	1	2
同类型基金数量	5	5	5	5	5

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

### 中信货币：货币基金中业绩突出

评估货币式基金主要是在保持良好流动性的基础上追求适度收益性。根据这一标准，中信现金优势货币基金是货币基金中较好的投资备选。该基金长期投资稳健，固定收益投资能力较强，业绩保持中上游。在货币式基金中，中信货币近期业绩和长期业绩一样表现出相当的稳定性。从附表中可以看到，中信现金优势基金在近一年以来的各个阶段，业绩均为同类基金第一，业绩稳定性超强。今年以来该基金的累计收益折算至年收益率已经超过 4%，对

于货币式基金追求流动性甚于收益性的投资目的来说,达到这样的收益已经是非常不错的成绩。

表 7: 中信货币近期业绩表现一览表(基金年化收益率)

2008.07.24	近一日	近一周	近一月	近一季度	今年以来
基金净值增长率	5.54	11.21	30.59	98.29	264.76
+/-同类型	4.62	4.62	7.57	32.55	91.63
同类型排名	1	1	1	1	1
同类型基金数量	51	51	51	51	51

数据来源: 德圣基金研究中心www.dsfof.com

### 嘉实货币: 策略灵活, 长期表现较优

嘉实货币在货币市场基金中长期表现较优, 在过去两年中收益情况都列货币基金的榜首。这得益于其在各类投资品种中灵活配置的投资策略。基金对利率风险控制比较到位, 债券投资组合中维持较低的债券配置比例和较短的组合平均剩余期限, 组合资产受期间短期债券收益率大幅上涨的负面影响较小。由于 08 年新股发行的放缓, 由新股发行带来的资金收益将下降; 近期基金收益保持在一个相对较低的水平。但随着基金策略调整, 将加大债券投资比例, 有望继续保持较好的收益水平。

表 8: 中信货币近期业绩表现一览表

2008.07.24	近一日	近一周	近一月	近一季度	今年以来
基金净值增长率	1.33	7.11	25.72	68.3	180.11
+/-同类型	0.41	0.53	2.7	2.57	6.98
同类型排名	3	12	6	17	16
同类型基金数量	51	51	51	51	51

数据来源: 德圣基金研究中心www.dsfof.com

## 专题六-1: 透过基金季报看什么?

基金的二季度投资报告披露完毕。对于基金投资者而言, 更关心的是手上持有的具体基金。在令人失望的二季度过后, 如何透过基金季报来对基金表现做更多的了解, 以帮助评估持有基金是否仍有投资价值。

简单地说, 看季报就是要试图去了解二季度基金业绩表现背后的原因, 从而判断基金在动荡的市场下体现出怎样的投资能力, 哪些方面有所欠缺。这有助于判断对基金未来的表现是抱有更强的信心, 或是加以更大的怀疑, 从而决定是否有必要伺机调整基金组合。

总体来说, 基金二季报的结果并不太出乎我们的意料。由于或多或少的策略失误, 反思和总结成为主流。但在这其中, 投资者还是可以通过季报辨出高下之分。

### 基金管理人报告: 从过去看到现在

对普通基金投资者而言，季度投资组合报告中，有一项内容是比较具有可读性的，就是基金经理的策略说明或管理人报告。

管理人报告通常有基金经理对过去一个季度行情的总结，及对基金运作的分析。如果业绩不错，成功之处在哪；如果业绩不佳，何处出现问题。更好的是如果从中能看到基金经理清楚和一贯的投资思路，区分出基金不同的投资方式，那么对于判断基金未来的行为模式和可能的表现会有帮助。当然，也有基金经理的管理人报告敷衍了事，这种情况一是对此并不重视，二则可能基金业绩不佳不愿多加着墨。投资者希望看到的是基金经理的坦诚总结，这有助于增强持有人的信心。

其二，管理人报告可以从过去到现在连续地来看。基金经理的管理人报告对下一阶段投资会做一个展望。说到未来谁对谁错似乎难以分辨，但对普通投资者来说有一个简单的办法：可以把过去几个季度的投资展望结合起来看，再与实际市场发展相对比，这时候就能清楚地看到谁有前瞻性，而谁的投资思路还是滞后于市场发展。如果说 07 年底多数基金的判断仍然处于乐观氛围中，那么 1 季度组合报告的分歧就十分明显。现在把一季报和二季报结合起来看，可以看到基金经理是步步被动，还是方向一致、理性调整。

其三，要看基金经理是否言行一致。投资者尤其值得注意的是，有些情况下基金管理人报告透露的投资思路与基金实际操作并不一致，这就要结合对基金实际运作情况的分析。如果基金出现了明显的言行背离，那么基金投资在某个环节上肯定有问题。策略判断和执行能力缺一不可，我们可以看到有些基金在总体策略上出言谨慎，但实际操作中仍然保持激进，这时候投资者就应对其投资执行能力抱有怀疑了。

按这几条去读基金季报，相信普通投资者也能从中读到丰富的信息，更多地理解基金业绩背后的原因。

举个例子，选股型基金相对成功的典型，国海富兰克林弹性市值基金。该基金在牛熊转换中主要的成功之处是对行业和个股配置的成功调整。在 07 年 4 季度，该基金即“对对周期性较强的钢铁，有色金属等行业进行了减持，增加了商业零售、煤炭，电子元器件和软件等行业的配置”。在 08 年 1 季度，对高通胀的投资环境做了明确判断，并且“对银行、地产等方面平配，对受益于通货膨胀的商业、化工、煤炭等行业超配，对中游制造业，如钢铁、有色冶炼、机械等行业低配。” 08 年 2 季度，行业配置和个股选择思路基本没有大的改变，之前的调整基本符合之后市场的发展趋势，具有较好的前瞻性。“通过对行业和上市公司的合理投资配置，相对有效地回避了上半年市场大幅下跌的风险，表现出了一定的选股能力”。从管理人报告中可以看到基金经理的投资思路和市场的比较契合，和实际投资操作也基本一致。但通过管理人报告我们也可以了解到，做仓位配置调整的确并非该基金的强项，基金减仓的时机并非最佳，而是在下跌中逐步减仓，基本属于基金中的中游水平。

相对成功的配置型基金则是较早对仓位配置进行调整，表现出较强的选时能力。这里的典型是华夏回报基金。在 07 年 4 季度，该基金“基于市场风险较高的判断，华夏回报基金在 2007 年 4 季度保持低仓位，回避了市场回落的风险”。在 08 年 1 季度，该基金“基于对市场谨慎的判断，在资产配置上继续保持较低的股票类资产配置，增加债券类资产的配置”。 08 年 2 季度，“在资产配置上继续保持较低的股票类资产配置，增加债券类资产的配置”。

与此相应的是，华夏回报自 07 年 4 季度以来持续减仓，2 季度股票仓位已低至 33.77%。结合对基金仓位的实际跟踪，可见在仓位策略上，该基金前后思路一致，谨慎心态贯彻始终。但是，以仓位配置策略为主，在个股选择和行业配置上则并不那么突出，其持有的部分重仓股也属于大跌中快速下跌的品种。

### 仓位：并非仓位越轻越好

二季度过后，投资者都会看到，对于仓位的强调已经成为热门话题。不但外部评价热衷，基金自己也越来越倾向仓位控制。

简单的结论是，在系统性风险如此之大的股市下，惟有降低仓位是有效的避险策略。因此，二季度基金仓位备受投资者关注。

但投资者应该注意的是，重要的是基金的仓位策略，而非简单的仓位水平。决定基金业绩和投资能力的是基金何时调整仓位，在市场发展的哪个阶段调整仓位，是被动调整还是主动调整。也就是说仓位实际上反映的是基金应对市场变化的预判能力或相机调整能力。如果基金在下跌早期及时调整策略，择时才体现出应有效果；如果在下跌后期杀跌，则体现不出基金的投资能力。

此外，仓位水平的高低和基金的契约规定和投资风格也有关系。有些擅长选股不擅长择时的基金，仓位会比较高。也有本身投资倾向就保守的基金，仓位水平自然偏低。

因此，2 季度末的仓位水平作为一个时点的仓位水平，并不是越低越好。更好的办法是分析季度内基金仓位变动的轨迹来看择时能力，这可以通过德圣的仓位测算来进行跟踪。另一个简单的办法是结合基金业绩来看；如果二季度末仓位较轻，但二季度业绩并不好，说明基金在下跌后期减仓的可能性更大，在择时操作的时机上并不出色。

仓位只是基金策略的一个方面；对多数基金来说，在择时上表现突出并不容易，因为先知先觉的永远只是少数。但我们对于值得持有的基金的判断标准是，仓位策略至少不太滞后，在下跌趋势发生以后能够较早地做出反应，而并非迫于市场压力被动决策，即使在考虑基金本身的投资风格的情况下。

对于季度内基金仓位变化，我们一直有详细的跟踪分析，二季度季报披露的数据只是做一个验证。仓位数据比较表明，只有少部分基金的仓位测算出现一定误差，75% 以上的基金测算数据误差在 5% 以内。

结合二季报的哪些基金表现较好，哪些亡羊补牢，哪些将错就错，在之前的分析中均有明确，在此不再详述。

### 行业配置：方向是否过偏？

除去仓位控制外，基金的行业配置调整，在一定程度上更能反应出基金在跌跌不休的市

场中采取了怎样的主动应对策略。在基本面变化趋势已经形成，并且在可见的未来不会有根本性改变的情况下，行业配置的合理方向是很容易了解的。例如，所谓的“双抗”（抗通胀，抗周期下滑）类行业或板块在不确定大的经济背景下将在较长时间内值得超配。而重配周期性和受累经济和资本市场下滑的行业，则长时间存在风险。

在总体趋势容易理解的情况下，基金之间的行业配置还是会出现较大差异。即使全市场都明白某些行业是抗风险能力较强的行业，也不会出现基金全都重点配置该行业的情况。这里的原因一是认识的先后，较早判断趋势的才可能早动手调整；实际组合调整的成本和时间使得缺乏前瞻性的基金无法对行业配置进行重大调整。二是基金原有组合的配置思路会对实际能够采取的行动形成制约。

因此，投资者对于基金行业配置的要求是，配置策略上不能过偏，或者均衡，或者体现出相机调整能力。观察几个季度以来行业配置变化的情况，如果基金能采取恰当的行业配置结构，说明基金的投资有较好的前瞻性。

在投资组合公告中披露的行业配置情况中，按照证监会的行业分类，其中房地产、金融是受调控影响最大的行业，也在 08 年大跌中率先下跌；石化、金属、机械则是受经济周期影响较大的行业；这些都属于下跌中整体被减持的弱势行业。农林牧渔、采掘业中的部分、制造业中的医药属于抗通胀行业；食品饮料、零售、信息技术等则属于相对稳定的行业。这个行业分类标准在投资性上并不十分准确，但是大的方向上可供参考。

在大动荡的股市环境下，行业强弱的变化是相对的。例如某些弱势行业会因过度下跌重新显现投资价值；这时候对于基金经理的投资眼光就是比较大的考验，是根据大趋势来决策，还是着眼于阶段性投资机会。我们的观点是，适当的阶段性配置可以做，但是要做得更好并不容易。

### **重仓股变化：评估选股能力**

对于比较有经验的基金投资者来说，基金重仓股值得仔细去看。因为在仓位控制之外，选股最能反映基金的具体投资思路。在 08 年以来的市场大跌中，通过结构调整来应对是许多基金的思路；虽然结构调整的效果比不上仓位调整，但却很能反映基金的投资思路是否正确。尤其是对于选股型基金，选股质量的好坏是投资能力主要体现。

由于基金投资者对个股缺乏深入了解，因此简单地看，持有重仓股在二季度表现的优劣可以作为基金选股能力的一个证明。因为二季度股市下跌中个股表现的好坏已经体现出对上市公司未来业绩增长的预期。

## **专题六-2：基金半年报解读：市场大幅下跌，基金仓位被动下降**

目前近 60 家基金公司旗下的 300 多只基金半年报已经公布完毕，为更好的进行纵向比

较，我们选择德圣仓位监测系统跟踪的 339 只数据完整的开放式基金进行统计分析。

### 开放式基金二季度仓位整体大幅下降

二季度基金仓位整体呈下降趋势，从各类型基金仓位分布上看，基金仓位向 70%以下集中的趋势比较明显。其中偏股基金平均持仓比例为 74.3%，较一季度减少 4.32%。低风险的保本型基金，以及资产配置比例较为灵活的配置混合型基金仓位下降幅度居前，减仓幅度超过 7%。保本型基金以及配置混合型基金的仓位下降明显，且下降幅度高于偏股基金，与这些基金较为注重确保既往收益，仓位调整空间较大等因素有一定的关系。相比之下，由于债券类基金的风险资产配置比例受到一定限制，基金仓位下降空间有限，债券型基金以及转债混合型基金的仓位下降幅度不大。

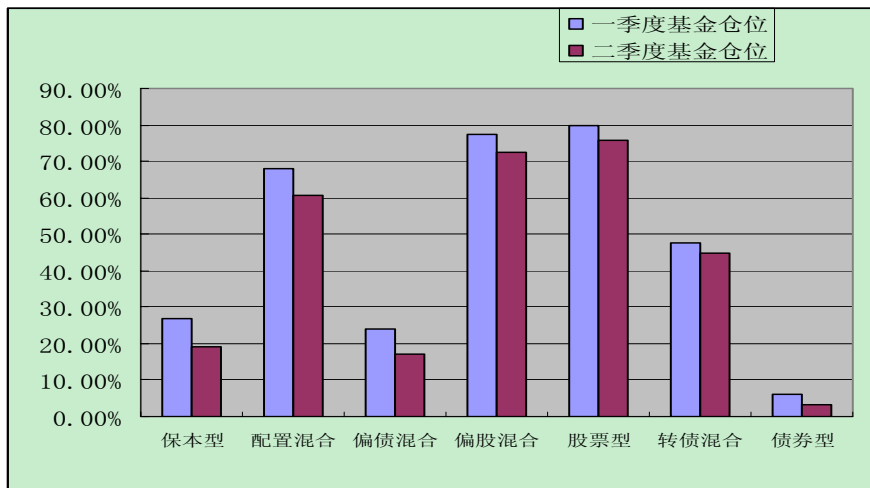
二季度多数基金公司仓位呈现下降趋势，但仍有部分公司仓位水平小幅上升。具体来看，金鹰、国泰等少数公司的仓位较一季度有所提高，如果剔除市值影响，上述公司的主动加仓动作将会更加明显。

表 1：按照投资类型划分的基金二季度末仓位统计

基金类型	二季度仓位	一季度仓位	增减幅度
保本型	19.24%	26.73%	-7.48%
配置混合	60.65%	67.81%	-7.16%
偏债混合	17.04%	24.05%	-7.01%
偏股混合	72.69%	77.33%	-4.64%
股票型	75.91%	79.91%	-4.00%
转债混合	44.75%	47.69%	-2.93%
债券型	3.44%	5.99%	-2.55%

数据来源：德圣基金研究中心[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)

图：各类型基金仓位二季度变动统计



数据来源：德圣基金研究中心[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)

表 2：按公司划分二季度仓位变动统计（前十名+后十名）

基金公司、	二季度仓位	一季度仓位	仓位增减
-------	-------	-------	------

金元比联基金	11.45%	24.92%	-13.46%
新世纪基金	69.58%	81.78%	-12.21%
交银施罗德基金	66.03%	77.95%	-11.92%
泰达荷银基金	62.92%	73.80%	-10.88%
汇丰晋信基金	61.58%	71.59%	-10.01%
华夏基金	56.29%	65.96%	-9.67%
银华基金	60.95%	70.22%	-9.27%
兴业基金	51.56%	60.31%	-8.75%
工银瑞信基金	53.58%	61.95%	-8.37%
中海基金	73.76%	81.80%	-8.04%
华宝兴业基金	64.29%	65.25%	-0.97%
信达澳银基金	84.58%	85.49%	-0.91%
巨田基金	73.17%	73.70%	-0.52%
天弘基金	83.30%	83.71%	-0.40%
广发基金	78.69%	79.05%	-0.36%
友邦华泰基金	71.66%	71.82%	-0.15%
中邮创业基金	89.17%	88.98%	0.19%
华富基金	80.75%	78.41%	2.33%
国泰基金	72.32%	68.79%	3.52%
金鹰基金	75.76%	69.69%	6.07%

数据来源：德圣基金研究中心[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)

### 市场大幅下跌造成基金仓位被动下降

二季度市场走势仍然没有太大的好转，在系统性风险如此之大的环境下，基金越来越倾向于仓位控制。德圣动态的仓位跟踪结果也显示出在二季度市场的不同发展阶段，基金仓位大多保持稳步下降的趋势。对于这种仓位上的明显变化，是基金主动抛售股票所致，还是另有原因？通过进一步的分析计算不难发现，今年以来基金仓位的不断下降，主要原因还是在于基金持有股票的大幅缩水。但也不排除少数基金主动调仓的可能性。

虽然二季度上证指数从 6124 点一路跌到 2736 点，跌幅达到 21.21%，但这期间基金业基本保持稳定，基金规模未出现大的波动，基金持有的股票数量也没有大幅度的增减，大规模抛售股票的情况并没发生。但股票大幅缩水的迹象则较为明显，这也就表现出了基金资产净值上的巨额亏损，以及基金股票仓位比例的被动下降等情况。

表 3：基金季度持股情况一览表

季度	持股数量 (亿份)	持股总金额 (亿元)
二季度	330.8	6116.796
一季度	310.89	7527.93
增减额	19.91	-1411.134

数据来源：德圣基金研究中心[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)

### 如何看待基金仓位的大幅下降

虽然目前对于仓位的强调已经成为热门话题，基金也热衷于对仓位的控制，但从基金的具体运做来看，并不是仓位越轻越好。投资者应该注意的是，重要的是基金的仓位策略，而非简单的仓位水平。决定基金业绩和投资能力的是基金何时调整仓位，在市场发展的哪个阶段调整仓位，是被动调整还是主动调整。也就是说仓位实际上反映的是基金应对市场变化的预判能力或相机调整能力。如果基金在下跌早期及时调整策略，择时才体现出应有效果；如果在下跌后期杀跌，则体现不出基金的投资能力。仓位只是基金策略的一个方面，所以分析单只基金的二季度运做情况还需要结合其它方面。

表 4：二季度基金仓位变动统计（前十名+后十名）

基金交易所代码	基金名称	基金公司	投资类型	2 季度仓位	1 季度仓位	增减幅度
002021	华夏回报 2	华夏基金	配置混合	45.28%	70.26%	-24.98%
160910	大成创新	大成基金	偏股混合	68.69%	86.85%	-18.16%
202202	南方避险	南方基金	保本型	35.07%	52.31%	-17.24%
162209	荷银市值	泰达荷银基金	股票型	70.03%	87.00%	-16.97%
540001	汇丰 2016	汇丰晋信基金	配置混合	39.03%	55.77%	-16.74%
240005	华宝增长	华宝兴业基金	股票型	68.53%	85.06%	-16.54%
162204	荷银精选	泰达荷银基金	股票型	67.74%	84.05%	-16.31%
519690	交银稳健	交银施罗德基金	偏股混合	65.52%	81.09%	-15.57%
540003	汇丰动态	汇丰晋信基金	配置混合	64.19%	79.69%	-15.49%
002001	华夏回报	华夏基金	配置混合	44.67%	59.47%	-14.80%
110003	易方达 50	易方达基金	股票型	89.15%	84.30%	4.85%
160605	鹏华 50	鹏华基金	股票型	86.82%	80.86%	5.97%
233001	巨田基础	巨田基金	股票型	73.47%	67.48%	5.99%
163803	中银增长	中银国际基金	股票型	72.52%	66.05%	6.47%
210001	金鹰优选	金鹰基金	股票型	78.67%	70.99%	7.69%
160314	华夏行业	华夏基金	股票型	64.68%	56.43%	8.25%
020005	国泰回报	国泰基金	偏股混合	85.11%	75.09%	10.02%
110009	易方达股票	易方达基金	股票型	61.65%	51.33%	10.31%
240009	华宝成长	华宝兴业基金	股票型	77.25%	66.09%	11.17%
020011	国泰 300	国泰基金	股票型	93.17%	78.56%	14.61%

数据来源：德圣基金研究中心www.dsfof.com

### 专题六-3：二季度基金行业配置与重仓股变化：资源和内需主导

#### 行业配置：抗通胀和抗周期主题

受国内通胀、国际原料价格大涨以及地震等突发因素影响，二季度股指再创新低。而普跌行情也使得基金行业调整和资金配置的难度加大。

从基金投资的主要思路来看，二季度基金行业投资的方向性基本准确。回顾基金一季报，基金对二季度投资策略基本上有两个主线，一方面是关注通胀受益的资源、消费类、技术升级等行业；一方面是主题类行业。如资产注入、节能减排等题材；整体策略以防御为主。从二季报数据来看，仅有采掘、医药行业的总市值增加，显示被基金增持，而绝大多数行业均处于减持状态，减持前列的行业均为此轮牛市以来基金的主配行业，如地产、金属、金融类、机械、交运等行业。从行业统计来看，这一行业配置增减是相对有效的，其中二季度仅采掘类行业上涨 10% 以上，而其他行业基本上处于普跌状态，跌幅最大的也是地产-41.14%，远远高于大盘的季度跌幅。

但是，由于宏观经济基本面的一些突发变化，基金在行业投资方面也出现一定的误差。二季度粮食、石油等国际原材料价格的大幅上涨，推动国内农产品价格，从而使得相对抗通胀的农业在盘中表现强劲。据德圣基金数据统计，二季度农业以及相关的食品行业的跌幅仅为-10.65%、-11.43%，而石化行业的跌幅仅为-9.99%。而从季报行业数据来看，农业、石化的减持力度明显偏大，而对于跌幅相对较大的纺织、水电、服务等行业，其中行业平均跌幅接近-30%，减持的幅度明显偏小。

可以看出，二季度不少基金对市场的走势估计偏乐观，而在阶段性市场变化下反应过度。与机构在 4 月份期待的红五月、红六月相反，在“424”行情过后，市场的强势走势并未能持久，伴随“512”大地震，货币政策放松预期落空，股市一路下行。而原油价格暴涨使得企业盈利预期再度下挫，加大市场预期的不确定性。在普跌市场行情下，基金也只能被动减仓，从而使得行业的配置的有效性大打折扣。另外，基金行业投资的分化，一定程度上加大了市场的波幅。

从二季度行业配置的变化情况来看，基金整体配置变化的方向基本围绕着抗通胀和抗增长放缓两条主线进行。上游的资源行业、农业，以及抗周期的消费、医药、商业成为基金相对重配的行业；而与经济下滑关联度高的地产、金属、交运等则成为减持重点。对市值最大的金融行业基金之间有较大分歧，虽然在下跌过程中不断抛售，但季度末金融股重新回到不少基金的加仓名单中。从下半年的情况来看，由于通胀和增长趋缓两个趋势不改，基金行业配置的主线不会有太大改变，这个方向也代表了行业基本面变化的趋势。

对于单个基金而言，行业配置不能过于偏离主流方向，即当前市场的主导趋势决定的基本配置方向。但在具体的行业配置层面上，例如，可能出现某些行业跌幅过大而产生的纠偏性投资机会。

表 1.二季度基金行业配置汇总

行业名称	二季度持有市值（亿元）	市值增减（亿元）
采掘业	1581.63	66.54
医药、生物制品	580.90	3.17
木材、家具	9.76	-9.29
纺织、服装、皮毛	50.83	-14.41
其他制造业	35.58	-16.90
电力、煤气及水的生产和供应业	299.84	-25.53
农、林、牧、渔业	113.04	-31.94

传播与文化产业	69.85	-35.10
电子	76.47	-37.05
建筑业	175.06	-44.60
综合类	114.05	-63.78
造纸、印刷	124.47	-69.08
信息技术业	599.17	-77.27
社会服务业	154.77	-149.74
批发和零售贸易	840.73	-160.04
食品、饮料	909.75	-197.00
石油、化学、塑胶、塑料	918.17	-379.26
交通运输、仓储业	665.13	-379.35
机械、设备、仪表	995.76	-686.75
金融、保险业	2482.72	-731.01
金属、非金属	1148.92	-750.18
房地产业	656.18	-890.49

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

表 2.二季度基金行业配置比例汇总

行业名称	2 季度持有比例	1 季度持有比例	增减
采掘业	12.32%	9.50%	2.82%
批发和零售贸易	7.70%	5.78%	1.92%
医药、生物制品	5.46%	3.97%	1.49%
信息技术业	4.81%	4.07%	0.74%
石油、化学、塑胶、塑料	8.19%	7.77%	0.42%
电力、煤气、及水的生产和供应业	2.21%	1.79%	0.42%
电子	1.25%	1.00%	0.25%
食品、饮料	6.77%	6.53%	0.24%
纺织、服装、皮毛	0.48%	0.36%	0.12%
木材、家具	0.22%	0.12%	0.10%
农、林、牧、渔业	0.97%	0.91%	0.06%
其他制造业	0.34%	0.33%	0.01%
金融、保险业	16.25%	16.31%	-0.06%
传播与文化产业	0.73%	0.79%	-0.06%
造纸、印刷	0.93%	1.06%	-0.13%
综合类	0.85%	1.09%	-0.24%
社会服务业	1.39%	1.80%	-0.41%
机械、设备、仪表	9.97%	10.44%	-0.47%
建筑业	1.85%	2.67%	-0.82%
金属、非金属	8.23%	9.26%	-1.03%
交通运输、仓储业	4.46%	5.88%	-1.42%
房地产业	4.29%	7.76%	-3.47%

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

## 重仓股：转向资源龙头、超跌蓝筹股

基金二季度向采掘能源类行业的集中趋向和策略，在重仓股上也表现明显。从二季度基金重仓股组合信息显示来看，重仓持有个股纷纷向资源股靠拢，并开始主动增配超跌蓝筹股。

与行业配置相匹配，二季度能源股炙手可热。在前 20 重仓股中（如表 3），新增三只全部是能源类，分别是西山煤电、长江电力、金牛能源，而减持重仓股均为银行、地产类，分别是民生银行、兴业银行、保利地产；从表 2 重仓股增减变化来看，能源股位列市值增持首位，能源类如中国神华、西山煤电、长江电力，减仓前列主要是银行、地产类个股，如万科 A、招商银行、浦发银行。而与此同时，基金对超跌蓝筹股已经开始动作，当然其中不排除新发基金对此类股票的增配，总体而言，二季度基金对保险类、电信类个股明显增配。

从重仓股动向来看，二季度基金重仓股转向资源类抗通胀行业的大龙头股，而对地产、银行、金属与非金属类个股逐渐疏远，显示出在持续通胀以及宏观紧缩压力下，基金持股结构调整的迫切性。目前市场已经发生较大的改变，尤其是推动牛市的上市公司业绩因素如今已被通胀侵蚀殆尽。而上市公司业绩增速放缓以及长期持续的通胀压力，迫使基金必须做出调整。

对单个基金而言，重仓股的名单及其变化能够在一定程度上区分出基金不同的投资思路。重仓股积极变化且方向正确的基金，一般在业绩上会有较好的表现。

表 3.二季度基金重仓股汇总前 20 名

重仓股名称	持有市值（亿元）	持有比例	持有基金数（个）	较上季度增减（个）
招商银行	640.07	6.98%	196	18
浦发银行	323.82	5.01%	136	28
贵州茅台	276.17	6.07%	92	8
中国神华	212.31	5.13%	80	41
苏宁电器	208.38	5.90%	77	13
中国平安	163.28	5.95%	74	43
万科 A	174.48	4.47%	73	-47
中兴通讯	141.23	4.88%	70	34
中信证券	163.03	4.62%	65	15
西山煤电	138.42	5.58%	64	35
大秦铁路	108.18	4.60%	58	10
盐湖钾肥	194.28	6.25%	57	18
长江电力	144.76	4.86%	57	33
泸州老窖	106.96	5.29%	49	-2
武钢股份	104.14	4.00%	46	7
工商银行	107.27	4.71%	45	12
深发展 A	90.73	5.00%	39	-8
金牛能源	87.04	6.16%	35	17

中国联通	295.92	4.74%	34	3
宝钢股份	95.84	4.70%	33	7

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）

表 4：二季度基金重仓股集体增持与减持的前（后）20 只股票

股票名称	持有市值 (亿元)	占净值比例	市值增减 (亿元)	增减持基金数 (个)
中国联通	295.92	4.74%	184.04	3
中国神华	212.31	5.13%	104.56	41
西山煤电	138.42	5.58%	76.17	35
中国平安	163.28	5.95%	73.69	43
长江电力	144.76	4.86%	61.86	33
盐湖钾肥	194.28	6.25%	45.11	18
中兴通讯	141.23	4.88%	35.25	34
潞安环能	57.36	5.44%	33.08	10
金牛能源	87.04	6.16%	32.74	17
华鲁恒升	20.02	4.21%	17.21	9
海油工程	71.58	5.19%	14.52	11
海螺水泥	45.67	8.04%	13.40	14
中国铁建	28.88	8.16%	12.04	7
恒瑞医药	28.28	8.66%	12.01	8
开滦股份	19.71	4.39%	10.97	12
中海油服	10.88	4.56%	10.06	7
中煤能源	18.02	9.06%	10.04	-4
豫园商城	16.07	7.47%	9.18	4
航天信息	22.39	5.83%	9.04	5
煤气化	13.68	5.23%	8.75	5
万科 A	174.48	4.47%	-295.87	-47
招商银行	640.07	6.98%	-250.10	18
浦发银行	323.82	5.01%	-76.76	28
贵州茅台	276.17	6.07%	-73.31	8
保利地产	24.35	4.54%	-73.14	-16
民生银行	84.85	4.47%	-68.71	-16
深发展 A	90.73	5.00%	-59.46	-8
兴业银行	85.14	4.75%	-59.04	-11
武钢股份	104.14	4.00%	-56.30	7
烟台万华	32.18	4.98%	-53.12	-13
华侨城 A	26.69	5.24%	-51.40	-18
金地集团	35.73	4.83%	-51.21	-5
宝钢股份	95.84	4.70%	-45.49	-5
格力电器	47.70	5.56%	-38.18	-4
唐钢股份	19.44	4.48%	-36.10	-11
中国远洋	40.77	5.03%	-33.53	-8

华夏银行	28.02	6.10%	-32.04	-2
金融街	17.51	4.20%	-29.72	-7
福耀玻璃	6.44	6.28%	-28.70	-5
苏宁电器	208.38	5.90%	-26.12	13

数据来源：德圣基金研究中心（[www.dsfof.com](http://www.dsfof.com)）