

国金证券 2012 年度基金投资策略报告

基金投资策略报告

稳健配置贯穿，战略持有阿尔法品种

稳健配置贯穿，战略持有阿尔法品种——权益类开放式基金投资操作策略

- 2012 年在经济增速放缓、企业盈利能力受到压制的背景下难有系统性向上的投资机会，但估值底部区域也使得市场具备一定的支撑。与此同时，作为经济结构转型的关键一年，政策红利释放加之流动性的改善将更多催生结构性或局部进攻机会。
- 全年基金组合资产配置建议立足稳健，年内可结合政策波动、企业盈利状况、流动性变化、投资者情绪等动态调整，阶段提升组合弹性。从节奏把握来看，在 2012 年一季度基本面受制的背景下不排除风险进一步释放的可能，且投资机会更多以结构性为主，组合策略更倾向于稳健，可在股票型、混合型和债券型基金间进行平衡，整体风险立足中等水平。随着基本面迎来拐点，估值修复和情绪向乐观化的转变，可适当提升组合高风险资产的比例，阶段性增强组合进攻性。
- 主动投资的基金相对于指数型基金更具备管理优势，无论是对市场节奏、政策节奏的把握还是灵活投资市场阶段性热点，主动投资的基金更具备操作空间。同时，面临 2012 年复杂的市场环境，主动管理的投资难度也随之加大，相机抉择的政策释放，经济基本面、企业盈利能力低点的确认，市场投资机会的轮动等都将对管理人提出考验，基金间业绩分化仍将显著。因此，基金经理驾驭市场的能力值得关注。
- 2012 年在中国经济结构性转型的过程中，市场仍缺乏系统性投资机会，无论是单边上扬还是单边下跌的可能性均已较小，因此，阿尔法收益的重要性仍将突出，战略持有能够获得阿尔法的品种有望为基金组合带来贡献。在权益类产品的选择上，我们即以阿尔法收益的把握为线索：
 - ◆ 从风格的角度来看，明年在投资、出口下滑背景下，着力扩大内需特别是消费需求、完善促进消费的政策将成为明年经济工作的重点，消费成长风格基金值得战略性持有，另外可结合经济拐点、盈利拐点、政策变化等，战术把握周期风格基金的投资机会。
 - ◆ 从自下而上基金获得超额收益的行业配置和个股选择两个方面来看，我们认为 2012 年较难形成有效的行业轮动，选股能力将成为基金自下而上获取阿尔法的主要来源，全年可持续关注基金管理人的选股能力。
 - ◆ 在政策支持以及流动性环境好转的 2012 年，新兴产业主题基金值得战略性持有。在具体的选择上，除了管理人良好的选股能力，资产管理规模相对较小的中小型基金在投资效率上匹配更佳，且具有灵活优势。

传统封基回归管理业绩，侧重成长风格杠杆收益——封闭式基金投资操作策略

- 受制于全年 A 股市场震荡下跌的走势，投资者关注的基金分红失去吸引力，不具备触发跨年度分红行情的实力。2012 年在相对低折价背景下传统封基交易性机会将主要围绕市场情绪的波动，同时传统封基选择更多基于中长期投资，并以基金投资管理能力的核心。
- 考虑到 2012 年市场缺乏趋势性向上的机会，杠杆基金的把握难度依然较大。在成长风格有望继续主导的背景下，以成长风格指数为跟踪标的的分级基金高杠杆端可重点关注，但同时也要结合折溢价率变化动态把握，尤其就短期来看，经过四季度的下跌，部分杠杆基金的溢价率已经升至相对高的水平，杠杆基金可能会在“去溢价”后才有更好表现机会。

王聘聘
张剑辉

2012 年 1 月份基金组合推荐

进攻型组合

基金名称	基金类型	权重
嘉实增长	混合-积极配置型	20%
大摩资源	混合-灵活配置型	20%
泰达红利	股票型	20%
建信核心	股票型	20%
海富领先	股票型	20%

防御型组合

基金名称	基金类型	权重
华安动态	混合-灵活配置型	20%
博时主题	股票型	20%
鹏华产业	股票型	20%
嘉实多元	债券-普通债券型	20%
建信增利	债券-新股申购型	20%

灵活配置组合

基金名称	基金类型	权重
景顺增长	股票型	20%
招商债券 A	债券-完全债券型	20%
南方 50A	债券-完全债券型	20%
广发强债	债券-新股申购型	20%
方达强债	混合-灵活配置型	20%

封闭基金组合

基金名称	基金类型	权重
同庆 A	其它类型	25%
基金金鑫	股票型	25%
基金久嘉	股票型	25%
基金裕隆	股票型	25%

来源：国金证券研究所

内容目录

第一部分：稳健配置贯穿，战略持有阿尔法品种——权益类开放式基金投资操作策略.....	4
1.1 稳健配置贯穿，动态调整弹性	4
1.1.1 国外经济：欧美经济仍面临多重考验	4
1.1.2 国内经济：旧经济难以为继，软着陆延续	5
1.1.3 A股市场：结构性机会主导，局部反弹可期.....	7
1.1.4 基金组合配置策略：稳健配置贯穿，动态调整弹性	8
1.1.5 主动投资匹配结构化行情，考验基金经理管理能力	8
1.2 权益类开放式基金选择策略：战略持有阿尔法品种，把握局部动态变化	10
1.2.1 侧重成长风格主线，把握风格节奏微调.....	11
1.2.2 行业超额收益压缩，持续关注选股能力.....	12
1.2.3 主题投资机会提升，关注产品灵活优势.....	13
第二部分：传统封基回归管理业绩，侧重成长风格杠杆收益——封闭式基金投资操作策略	16
3.1 分红行情落空，回归投资管理能力主线.....	16
3.1.1 折价波动幅度收窄，10%中枢水平或维持	16
3.1.2 分红不具吸引力，跨年度行情难以触发.....	17
3.1.3 回归管理能力，关注中长期投资	17
3.2 指数分级产品扩充，侧重关注成长风格特征的杠杆收益	18
3.2.1 2011 年分级基金得到快速发展.....	18
3.2.2 折价逐步回归，静态优势不足	19
3.2.3 指数分级产品扩充，侧重关注成长风格特征的杠杆收益	20
第三部分：基金池及 2012 年 1 月份基金组合推荐	24

第一部分：稳健配置贯穿，战略持有阿尔法品种——权益类开放式基金投资操作策略

- 2012 年在经济增速放缓、企业盈利能力受到压制的背景下难有系统性向上的投资机会，但估值底部区域也使得市场具备一定的支撑。与此同时，作为经济结构转型的关键一年，政策红利释放加之流动性的改善将更多催生结构性或局部进攻机会。
- 全年基金组合资产配置建议立足稳健，年内可结合政策波动、企业盈利状况、流动性变化、投资者情绪等动态调整，阶段提升组合弹性。从节奏把握来看，在 2012 年一季度基本面受制的背景下不排除风险进一步释放的可能，且投资机会更多以结构性为主，组合策略更倾向于稳健，可在股票型、混合型和债券型基金间进行平衡，整体风险立足中等水平。随着基本面迎来拐点，估值修复和情绪向乐观化的转变，可适当提升组合高风险资产的比例，阶段性增强组合进攻性。
- 主动投资的基金相对于指数型基金更具备管理优势，无论是对市场节奏、政策节奏的把握还是灵活投资市场阶段性热点，主动投资的基金更具备操作空间。同时，面临 2012 年复杂的市场环境，主动管理的投资难度也随之加大，相机抉择的政策释放，经济基本面、企业盈利能力低点的确认，市场投资机会的轮动等都将对管理人提出考验，基金间业绩分化仍将显著。因此，基金经理驾驭市场的能力值得关注。
- 2012 年在中国经济结构性转型的过程中，市场仍缺乏系统性投资机会，无论是单边上扬还是单边下跌的可能性均已较小，因此，阿尔法收益的重要性仍将突出，战略持有能够获得阿尔法的品种有望为基金组合带来贡献。在权益类产品的选择上，我们即以阿尔法收益的把握为线索：
 - ◆ 从风格的角度来看，明年在投资、出口下滑背景下，着力扩大内需特别是消费需求、完善促进消费的政策将成为明年经济工作的重点，消费成长风格基金值得战略性持有，另外可结合经济拐点、盈利拐点、政策变化等，战术把握周期风格基金的投资机会。
 - ◆ 从自下而上基金获得超额收益的行业配置和个股选择两个方面来看，我们认为 2012 年较难形成有效的行业轮动，选股能力将成为基金自下而上获取阿尔法的主要来源，全年可持续关注基金管理人的选股能力。
 - ◆ 在政策支持以及流动性环境好转的 2012 年，新兴产业主题基金值得战略性持有。在具体的选择上，除了管理人良好的选股能力，资产管理规模相对较小的中小型基金在投资效率上匹配更佳，且具有灵活优势。

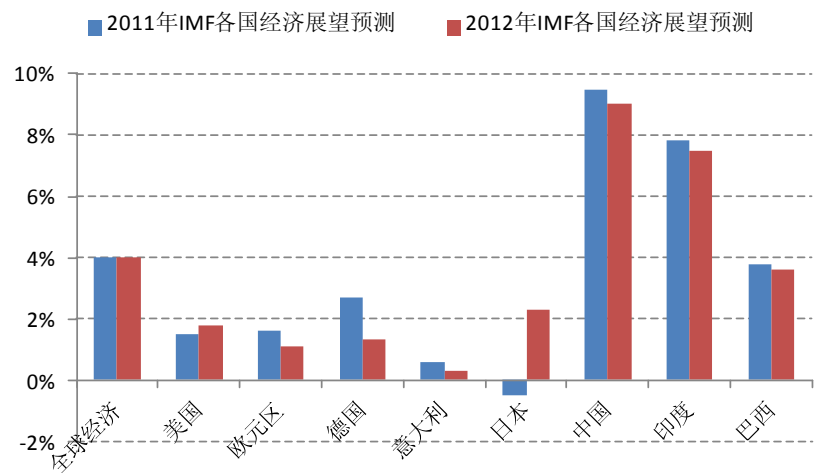
1.1 稳健配置贯穿，动态调整弹性

1.1.1 国外经济：欧美经济仍面临多重考验

- 2011 年以来，世界经济复苏的不确定性进一步增加，以欧洲和美国为代表的发达经济体复苏步伐显著放慢，财政和金融不确定性急剧增加，债务问题自三季度起集中上演，且一度滑向失控的边缘。
- 与此同时，国际货币基金组织(IMF)在今年 9 月份《世界经济展望》报告中预测，2012 年，全球增长率将从 2010 年的 5%以上降至 4%左右。在发达经济体，由于在 2011 年第二季度大部分时期里抑制经济活动的暂时性因素已经逐渐消退，实际 GDP 预计将以缓慢步伐增长，2011 年扩张约 1.5%，2012 年增长 2%。报告同时指出，欧美经济下行风险仍值得特别关注，比如欧元区的危机仍有可能在政策制定者们的控制之外，美国的经济活动可能受到财政整顿的政策僵局、疲弱的住房市场、住户储蓄率的迅速增长或者不断恶化的金融状况等方面的打击。
- 对此，国金宏观策略小组分析认为，2012 年欧美经济仍然下行风险较大。居民资产负债表的修复，政府财政整固及金融市场的高度不确定性，是引发欧美经济下行的主要冲击。特别是明年上半年欧洲相关国家债务大

量到期，还本付息压力较大的考验，对于欧盟已有的一揽子解决欧债危机的方案将进行考验。

图表1: IMF 全球经济增长预期

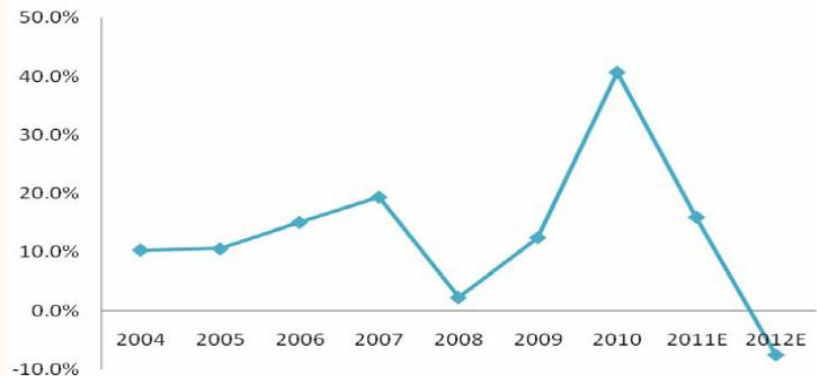


来源：国金证券研究所，IMF

1.1.2 国内经济：旧经济难以为继，软着陆延续

- 从国内经济来看，2012 年经济增长软着落的态势将延续，地产调控难以看到放松迹象、政策相对紧缩的大环境下投资增速将显著下滑，欧债危机对出口增速的冲击或延续。中国经济过往十年依赖外贸和投资驱动的传统模式已经走到尽头。
- ◆ 投资增速将显著下滑：2012 年拖累固定资产投资的主要因素为房地产投资，由于本轮房地产调控还难以看到放松的迹象，明年地产新开工和投资都会出现明显下滑，我们预计 11 年、12 年房地产新开工分别增长 16%和-9.7%，投资增速分别为 29.4%和 17.8%。此外，基建投资、制造业投资在地产相关产业链、政策相对紧缩的大环境以及财政收入下降等因素的影响下难免继续下滑，但同时考虑到十二五规划期间战略新兴产业引领制造业投资升级，水利投资、铁路投资等恢复性增长，保障房建设的后续投入，也将对投资下滑行程一定对冲。综合来看，我们预计 2012 年固定资产投资增速累计同比为 18%。

图表2: 2011 年房地产新开工预测



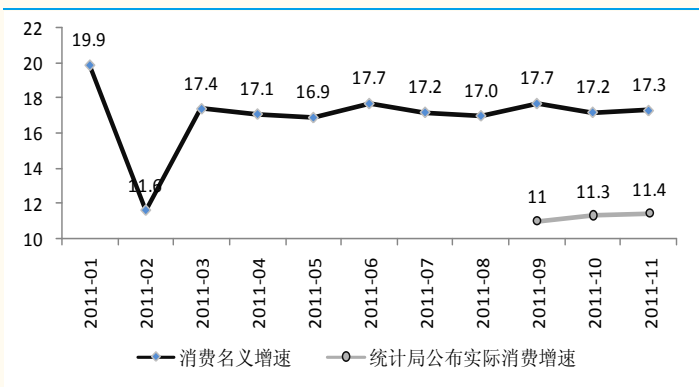
来源：国金证券研究所，国金地产小组

- ◆ 实际消费增速有望上升，关注政策扶持：2011 年受通胀水平高企的影响，消费增速较 2010 年明显回落，未来随着物价水平的回落，价格对消费增长的抑制作用会逐步减少此外，投资增速下滑、出口回落背景下，扩大内需将成为政策着眼点。12 月 9 日中共中央政治局召开会议分析研究明年经济工作也提出，要着力扩大内需特别是消费需求，完

善促进消费的政策，努力提高居民消费能力，增加中低收入者收入。我们预计 2012 年实际消费增速较今年小幅上升，为 12.2%。

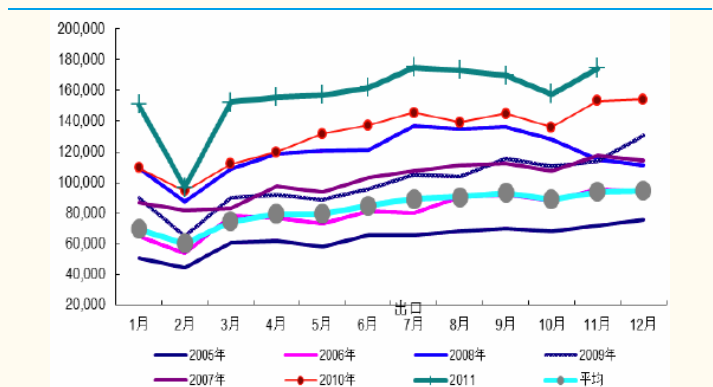
- ◆ 出口形势复杂，增速或延续回落：2011 年受欧美经济低迷影响，全年出口增速持续放缓，截至 11 月，下半年出口增速 18%，进口增速 25%，较上半年的 24%和 27%明显收窄，其中出口下滑的速度更快。展望 2012 年，出口形势更加复杂，随着欧洲危机进一步动荡，尤其是明年上半年债务量集中到期时欧盟经济增速存在是否超预期下滑的不确定性，美国经济能否如预期缓慢复苏，在后危机时代叠加主要国家政治周期到来，贸易保护主义将更加严重。一系列复杂的情况下，我们认为明年出口增速为 15%。另外，内需下滑背景下进口增速或将下滑，但我们认为较出口下滑幅度较小，贸易顺差继续逐渐收窄。

图表3: 今年以来消费增长保持平稳



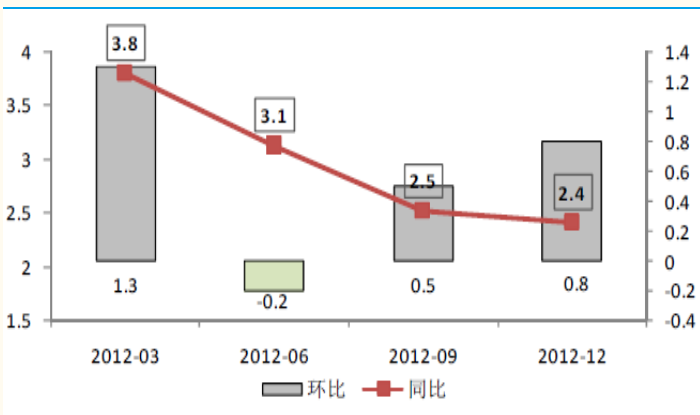
来源：国金证券研究所

图表4: 出口月度趋势



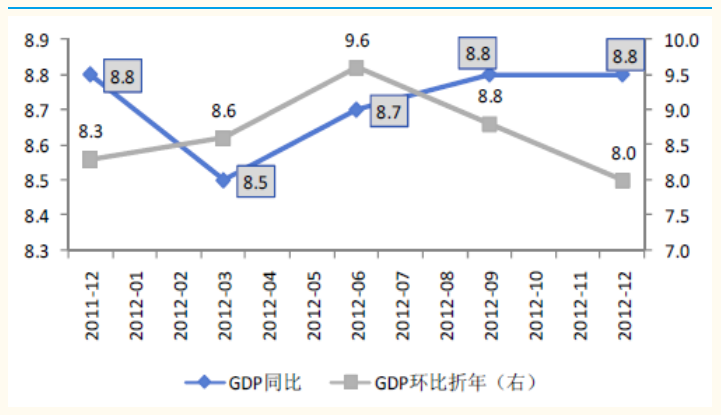
- 就今年市场着力关注的通胀水平来看，国金宏观小组认为 2012 年随着食品通胀回落、海内外需求全面下降以及前期紧缩政策的积累效应仍将继续发挥作用，通胀中枢有望下行，通胀走势在三季度或将达到低点，预计明年四个季度 CPI 分别为 3.8%、3.1%、2.5%和 2.4%，全年为 3%。
- 2011 年下半年随着通胀、内需双双回落，政策着力点也由“控通胀”偏向“稳增长、调结构”。从近期中央政治局工作会议来看，稳健的货币政策+积极的财政政策”组合不变，2012 年将更重针对性、灵活性和前瞻性，政策相机抉择的可能加大，但受制于通胀压力仍存，难以出现全面放松。此外，扩大内需、经济结构调整等进一步被强调，相关政策有望倾斜。
- 整体来看，2012 年将是“旧经济”向“新经济”过渡的阶段，宏观经济在增长、物价、财政、货币方面将以稳为主，同时，通胀回落将增加货币政策弹性，而经济结构转型背景下扩大内需、增加民生投资、发展战略新兴产业等有利于抵御部分经济下滑的风险。国金宏观组预期 2012 年经济增长同比将呈现前低后稳的特点，预计 2011-Q4, 2012Q1-Q4 为 8.8%、8.5%、8.7%、8.8%、8.8%，2012 年全年增长 8.7%。

图表5: 国金宏观小组对 2012 年 CPI 预测



来源: 国金证券研究所

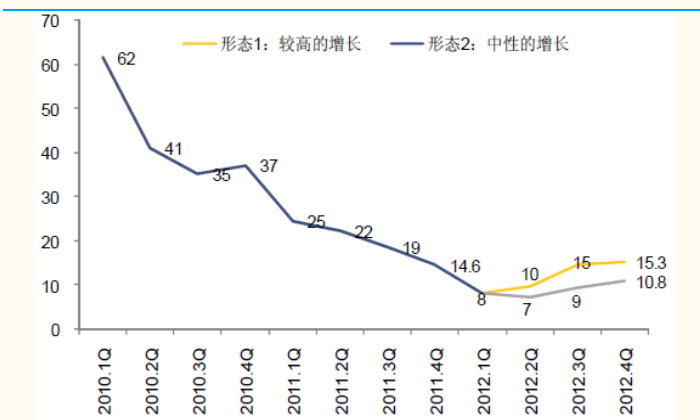
图表6: 2012 年中国经济增长预期



1.1.3 A 股市场: 结构性机会主导, 局部反弹可期

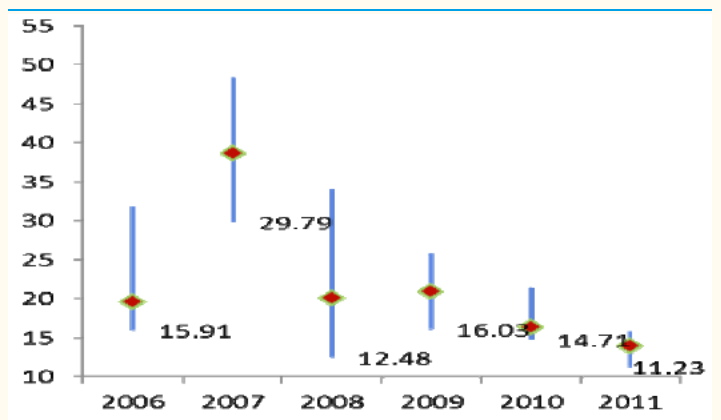
- 微观层面来看, 经济增速回落过程中上市公司整体盈利能力将受到压制, 在前述经济软着陆的前提下, 我们预计 2012 年 A 股盈利中性水平下全年增长 10.8%, 乐观情景下增长 15.3%, 从形态来看, 随着下半年经济见底回升, 企业盈利增长也将呈现前低后高的走势。
- 流动性改善和估值底部是推动明年市场上行的有利因素。2012 年随着货币政策的调控由中性偏紧进一步转向中性、灵活型增强, 流动性水平将得到改善。从估值角度来看, 多数周期股都处于历史底部, 也为整体提供一定的安全边际。

图表7: 国金策略小组对 2012 年企业盈利预测



来源: 国金证券研究所

图表8: 估值已处于底部区域

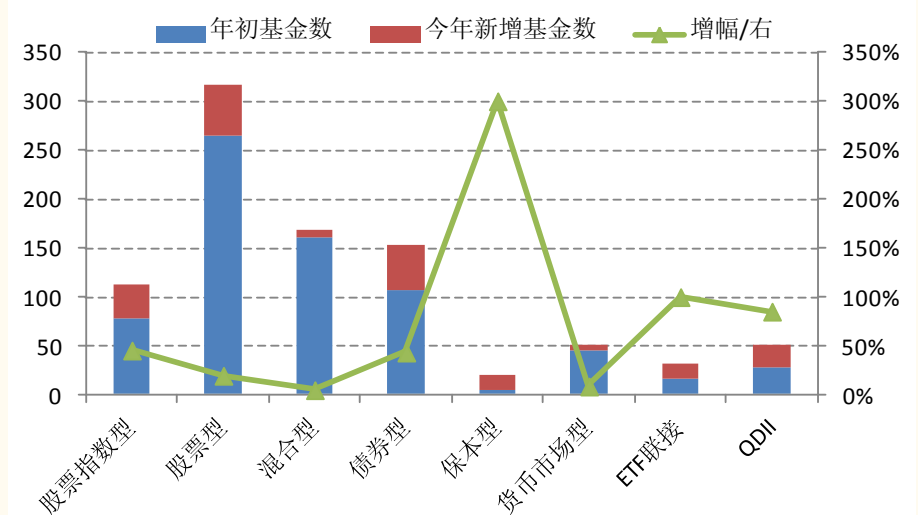


- 综合来看, 2012 年在经济增速放缓、企业盈利能力受到压制的背景下难有系统性向上的投资机会, 但估值底部区域也使得市场具备一定的支撑。与此同时, 作为经济结构转型的关键一年, 政策红利释放加之流动性的改善将更多催生结构性或局部进攻机会。就中短期的市场来看, 国金策略小组认为 2012 年一季度虽然是经济淡季, 但货币环境改善、利好政策活跃以及业绩真空期将带来结构性投资机会, 到了二季度无论是考虑经济触底、政策刺激预期强烈, 亦或是经济活动旺季、周期股票气度提升, 均有望带来局部进攻机会。
- 国金证券研究所对于 2012 年年度宏观经济及 A 股市场策略的详细分析, 请参考宏观策略组《2012 年度宏观经济报告》《2012 年度股票投资策略报告》、《2012 年度产业比较分析报告》。

1.1.4 基金组合配置策略：稳健配置贯穿，动态调整弹性

- 综合上述对宏观经济及 A 股市场环境的分析，在预计市场震荡、结构性机会主导的背景下，全年基金组合资产配置建议立足稳健，年内可结合政策波动、企业盈利状况、流动性变化、投资者情绪等动态调整，阶段提升组合弹性。
- 从基金组合配置的节奏把握来看，在 2012 年一季度基本面受制的背景下不排除风险进一步释放的可能，且投资机会更多以结构性为主，组合策略更倾向于稳健，可在股票型、混合型和债券型基金间进行平衡，整体风险立足中等水平。随着基本面迎来拐点，估值修复和情绪向乐观化的转变，可适当提升组合高风险资产的比例，阶段性增强组合进攻性。
- 此外，2011 年以来基金产品继续向多元化和精细化转变，中低风险的债券型基金得到较快发展，指数型基金在标的指数上进一步延展，风险特征鲜明的分级基金、股票型基金中的主题基金、行业基金得到补充，而部分混合型产品也进一步明确风险定位，以绝对回报为目标的产品继续发行。产品线的完善有利于投资者较好的驾驭自上而下的选择策略，以阶段性改善基金投资组合的风险收益特征。

图表9：2011 年以来基金发行情况

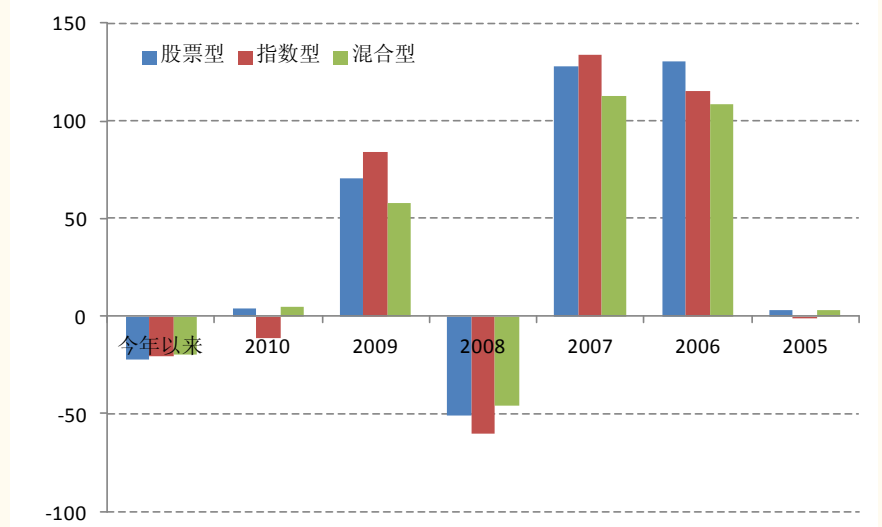


来源：国金证券研究所

1.1.5 主动投资匹配结构化行情，考验基金经理管理能力

- 如上文所讲，考虑到明年政策、流动性环境有所改善，市场有望结束今年以来单边下跌的行情，但在基本面压制下难有系统性投资机会，预计指数波动区间继续收窄，投资机会以结构性为主。在此背景下，我们认为主动投资的基金相对于指数型基金更具备管理优势，无论是对市场节奏、政策节奏的把握还是灵活投资市场阶段性热点，主动投资的基金更具备操作空间。以 2005 年和 2010 年结构化行情为例，也均体现出主动型基金强于指数型基金的特点。

图表10: 各年度不同类型基金平均业绩 (%) (截止到 12.13)



来源: 国金证券研究所

- 同时, 面临 2012 年复杂的市场环境, 主动管理的投资难度也随之加大, 相机抉择的政策释放, 经济基本面、企业盈利能力低点的确认, 市场投资机会的轮动等都将对管理人提出考验, 基金间业绩分化仍将显著。因此, 基金经理驾驭市场的能力值得关注。
- ◆ 在对优秀基金经理的选择上, 我们用过去五年的数据对基金经理的收益获取能力和风险控制能力进行比较分析, 从结果来看, 包括王亚伟 (华夏)、于江勇 (富国)、何滨 (摩根士丹利华鑫)、郑煜 (华夏)、侯继雄 (长盛)、沈毅 (泰达宏利)、刘天君 (嘉实)、梁辉 (泰达宏利)、张玮 (国泰)、朱国庆 (国海富兰克林) 等 48 位基金经理投资管理能力表现持续稳定优秀, 表现较为靠前, 投资者可重点关注。
- 另外, 部分优秀的基金经理同时管理两只或者三只产品, 我们也对相应产品的相似度进行计算, 一方面避免相似风格、配置的产品重复搭配, 另一方面, 对于相似的产品可选择规模适中、更具灵活性的品种。

图表11: 最近一期基金经理评级结果 (四星级及以上基金经理)

基金经理	管理基金	行业形似度	基金经理	管理基金	行业形似度	基金经理	管理基金	行业形似度	基金经理	管理基金	行业形似度
王亚伟	华夏精选、华夏策略	87%	邓永明	长盛精选、长盛同德	89%	谈建强	南方高增、南方价值、南方成长	81%	冀洪涛	基金普惠	—
于江勇	富国天成	—	陈勤	嘉实服务、嘉实价值	91%	孙占军	博时创业	—	刘青山	泰达精选	—
何滨	大摩资源	—	赵航	华夏经典混合、华夏红利	—	巩怀志	华夏优增	—	张锋	信诚蓝筹、信诚深度	—
侯继雄	基金同盛	—	张卓	鹏华成长、鹏华收益	76%	王晓明	兴全趋势	—	陈军	中银收益	—
郑煜	华夏收入股票	—	张晓东	国富弹性、国富价值	91%	甘霖	中银收益、中银蓝筹混合	54%	杨建华	大成景阳、大成双动力	85%
沈毅	泰达预算	—	胡建平	华夏回报 (华夏回报 2)	—	孙庆瑞	中银中国、中银增长、中银蓝筹混合	66%	于鑫	东方龙、东方成长	94%
刘天君	嘉实成长、嘉实优质	94%	王航	国泰精选、国泰策略、基金金鑫	—	丁骏	长盛同智、基金同盛	78%	谭琦	华夏红利	—
梁辉	合丰成长、泰达品质、泰达红利	89%	付勇	长信金利	—	邹唯	嘉实主题	—	潘峰	方达价值	—
张玮	国泰金鹰、国泰小盘	83%	陈洪	海富通精选	—	李志磊	中银策略、中银优选	—	程洲	国泰估值、国泰回报、基金金泰	89%
朱少醒	富国天惠	—	毕天宇	富国天博	—	许杰	泰达预算、泰达首选	—	曹名长	新华分红、新华钻石品质	92%
朱国庆	国富潜力、国富策略	—	丁俊	海富通精选 (海富精选 2)	—	尚志民	华安宏利、基金安顺	89%	钱睿南	银河稳健、银河创新	71%
董承非	兴全全球	—	陈戈	富国天益	—	阳琨	华夏盛世、基金兴华	67%	邵健	嘉实增长、嘉实策略	85%

注: 基金经理已经离职的标注蓝色底色; 管理三只基金的相似度取两两最大值;

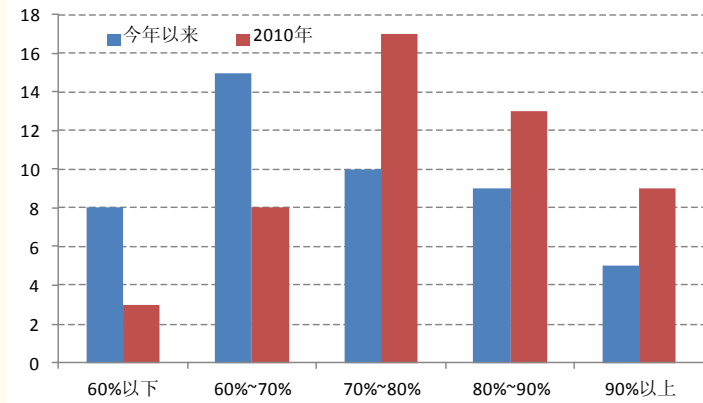
来源: 国金证券研究所

- 接下来, 本文将结合市场结构、节奏与基金产品、基金管理人风格特点的分析, 重点讨论明年基金产品选择的思路。

1.2 权益类开放式基金选择策略: 战略持有阿尔法品种, 把握局部动态变化

- 2010 年以来, 在指数波动区间收窄, 结构性投资机会主导的市场环境下, 通过贝塔获取超额收益的难度加大, 以 2010 年比较典型的结构化市场行情来看, 下图左统计的全年业绩居前 10% 的基金数量分布显示, 无论哪个仓位分布水平下, 均有取得超额收益的可能, 相对来看, 阿尔法收益的贡献更为突出。
- 如上文所讲, 2012 年在中国经济结构性转型的过程中, 市场仍缺乏系统性投资机会, 无论是单边上扬还是单边下跌的可能性均已较小, 因此, 阿尔法收益的重要性仍将突出, 战略持有能够获得阿尔法的品种有望为基金组合带来贡献。
- 此外, 近年来指数型基金产品设计更趋于多元化、精细化, 除了价值、成长等风格特征明显的指数, 也有主题特征更鲜明的指数, 比如资源主题、红利主题、消费主题等。尽管我们上文所提在 2012 年应用指数基金较难获得超额收益, 但对于部分风格、主题特点鲜明的品种, 利用其可达到优化组合风格、获得阿尔法收益的目标。
- 以下, 我们即从阿尔法收益的把握为线索, 对基金选择进行讨论。

图表12: 2010 年及今年以来 (截止到 12.14) 排名前 10% 的基金股票仓位数量分布



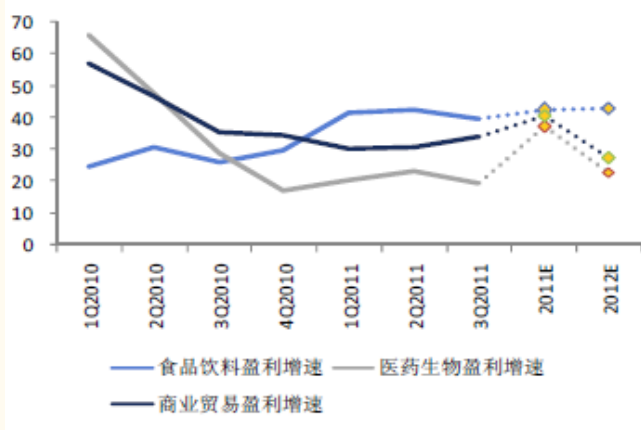
来源: 国金证券研究所

1.2.1 侧重成长风格主线, 把握风格节奏微调

- 2012 年在投资、出口下滑背景下, 着力扩大内需特别是消费需求、完善促进消费的政策将成为明年经济工作的重点, 因此, 无论从未来业绩增长角度还是估值水平来看, 消费成长风格基金值得战略性持有。另外, 从风格轮动的角度来看, 考虑到二季度前后周期行业的景气度提升, 亦或是经济系统性风险下的低估值被动防御性, 可阶段调整不同风格基金的搭配比例。当然, 年内对于周期风格品种的转换节奏把握难度较大, 包括经济拐点、盈利拐点、政策变化都存在不确定性, 周期风格基金的投资机会以局部的战术把握为主。

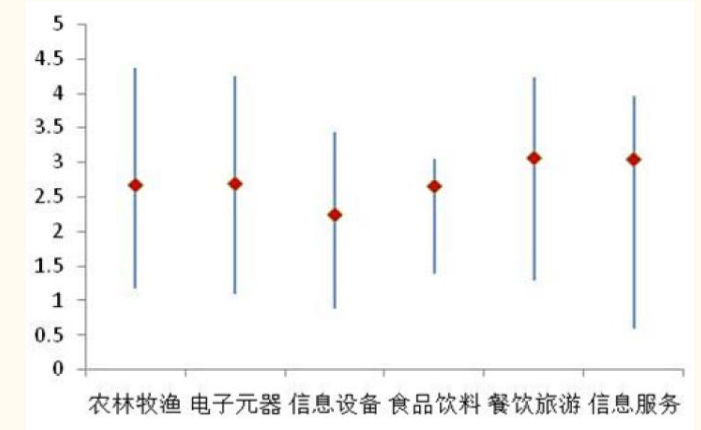
 - 从未来业绩增长的角度来看, 以食品饮料、医药、商业贸易、旅游等代表的消费行业在未来一年仍有望保持 20% 以上较高的增长。另外, 目前成长股相对估值和历史最高点还有一定差距, 成长股的估值溢价还有空间。且就短期一个季度来看, 由于 2011 年三季报已经公布, 成长股盈利大幅低于预期, 这使得未来继续低于预期的空间和杀伤力减弱, 考虑业绩真空期, 流动性改善加之相关政策有望刺激成长股活跃。
 - 从风格轮动的角度来看, 如果地产、汽车销售强劲、周期股景气度抬升, 地产、汽车、机械等周期性股票具备主动进攻机会。如果经济继续低迷, 经济系统性风险将打击成长泡沫, 金融、地产等低估值的周期性股票具有被动防御价值。与此同时, 政策力度的调整也可能给周期类风格资产带来正面预期。

图表13: 消费行业明年仍有较稳定的业绩增长



来源: wind, 朝阳永续, 国金证券研究所策略组

图表14: 成长股相对估值和历史最高点还有一定差距



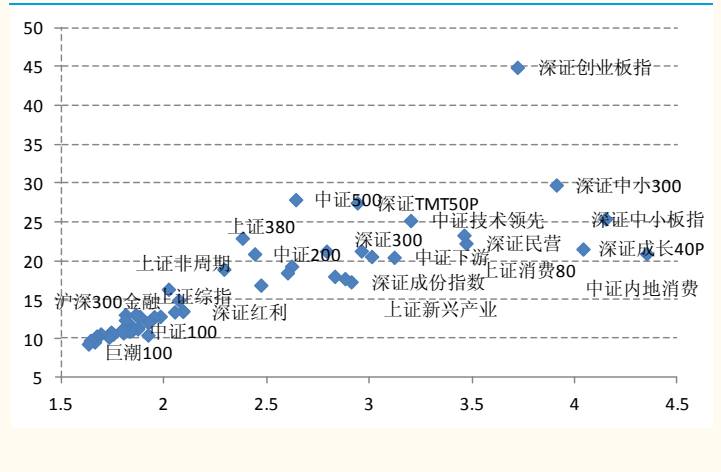
- 在具体的不同风格的产品选择上，投资者可以关注国金《基金风格评价报告》对产品的具体划分，另外值得关注的是，如前文所讲随着指数基金的快速发展，不同风格的指数基金得到丰富，尽管就明年全年来看，市场难有系统性向上的机会，但部分具有明显风格特征的指数型基金，也是把握结构化市场机会的较好工具。比如消费成长风格明显的招商上证消费 80ETF 联接、大成中证内地消费主题、国投瑞银中证下游、大成深证成长 40ETF 联接、大成中证内地消费主题等基金，周期风格明显的海富通上证周期 ETF 联接、博时深证基本面 200ETF 联接等基金，其鲜明的风格特点可从战略持有、战术交易的角度进行把握。

图表15：按指数基金行业分布情况划分对部分行业持有比例较高的基金

<p>食品饮料、医药、商贸</p> <p>招商上证消费 80ETF 联接 大成中证内地消费主题 国投瑞银中证下游 大成深证成长 40ETF 联接</p>	<p>信息技术、电子等</p> <p>招商深证 TMT50ETF 联接 金鹰中证技术领先 易方达创业板 ETF 联接</p>
<p>银华中证内地资源 国投瑞银中证上游 国联安上证商品 ETF 联接 万家公用事业 博时超大盘 ETF 联接</p> <p>采掘、金属非金属等</p>	<p>国投瑞银沪深 300 金融 海富通上证周期 ETF 联接 华夏上证 50ETF 嘉实基本面 50 建信上证社会责任 ETF</p> <p>金融、地产等</p>

来源：国金证券研究所

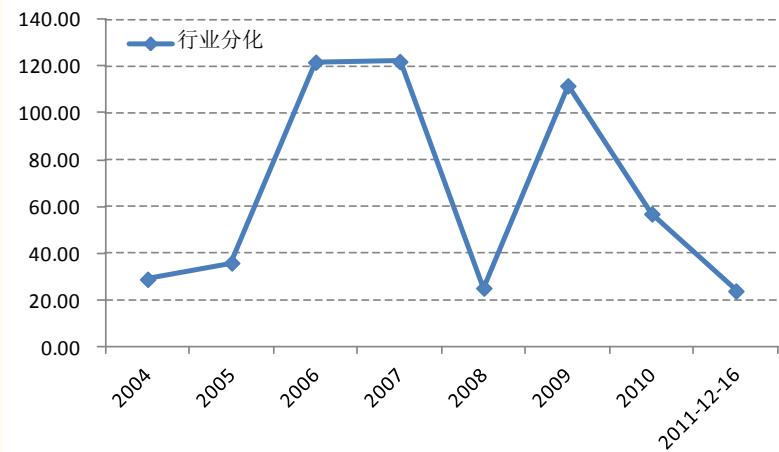
图表16：指数市盈率、市净率比较



1.2.2 行业超额收益压缩，持续关注选股能力

- 从自下而上基金获得超额收益的行业配置和个股选择两个方面来看，我们认为 2012 年较难形成有效的行业轮动，选股能力将成为基金自下而上获取阿尔法的主要来源，全年可持续关注基金管理人的选股能力。
 - ◆ 从下图表左对历年行业表现差异来看，2007 年和 2009 年是行业差异以及轮动最为明显的一年，2007 年的周期行业轮动以及 2009 年的周期到稳定增长，能够把握行业转换节奏的基金产品胜出。随着 2010 年以来行业轮动效应弱化、市场结构化行情演绎，主导因素也转换为选股能力。从下图表的每年前三名行业涨幅平均及后三名行业涨幅平均的分化，也可以看出行业轮动弱化这一趋势。
 - ◆ 就 2012 年市场环境来看，虽然成长股在相对确定的业绩增长下有望主导结构行情，但个股盈利能力间仍存在差异，部分企业的盈利仍存在下行风险，且由于整体估值并非底部，市场将更多是寻找真正具有成长性的公司。
- 此外，考虑到上文所讲的 2012 年局部的周期行业景气度提升，亦或是低估值的被动防御性，可在选股能力基础之上，适当辅以行业配置能力。

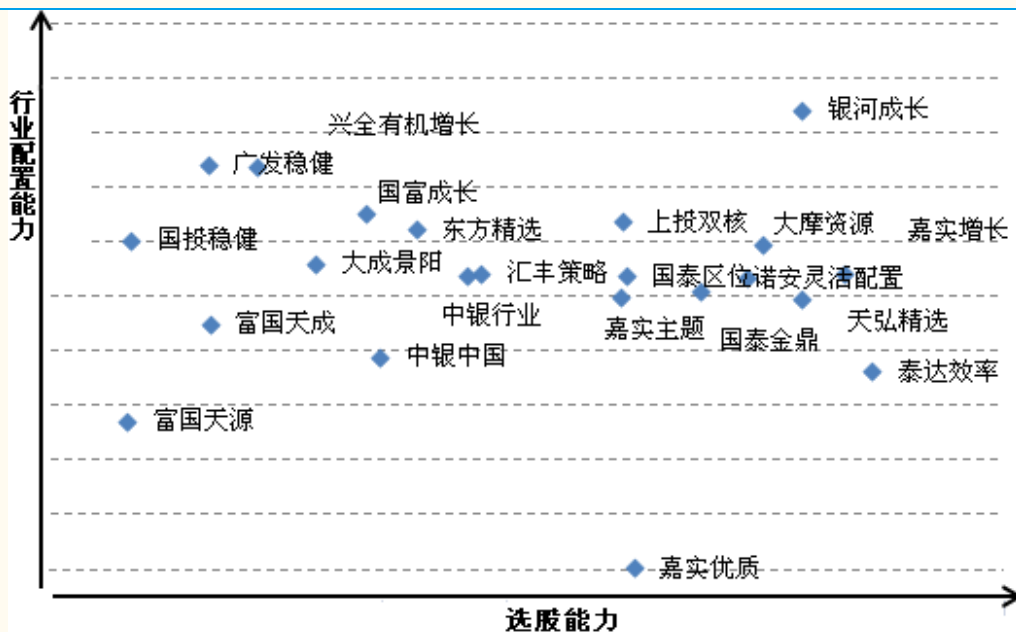
图表17: 行业轮动效应弱化



来源: 国金证券研究所

- 在产品的筛选上, 通过比较基金行业和重仓股过去两年的相对收益情况, 对基金的行业选择和个股选择能力进行比较, 筛选如下个股选择能力突出, 且兼具行业选择能力的管理人所管理的基金产品, 以供投资者选择参考:
 - ◆ 基金选股能力评价指标 = Σ (季度 i 重仓股按季报披露占股票资产净值比例计算下季度加权平均涨幅) / 8。其中, 选取季报为 2009 年四季报 ~ 2011 年三季报。
 - ◆ 基金行业选择能力指标 = Σ (季度 i 行业配置按季报披露占股票资产净值比例计算下季度加权平均涨幅) / 8。其中, 选取季报为 2009 年四季报 ~ 2011 年三季报。

图表18: 基金行业选择能力、股票选择能力比较



来源: 国金证券研究所

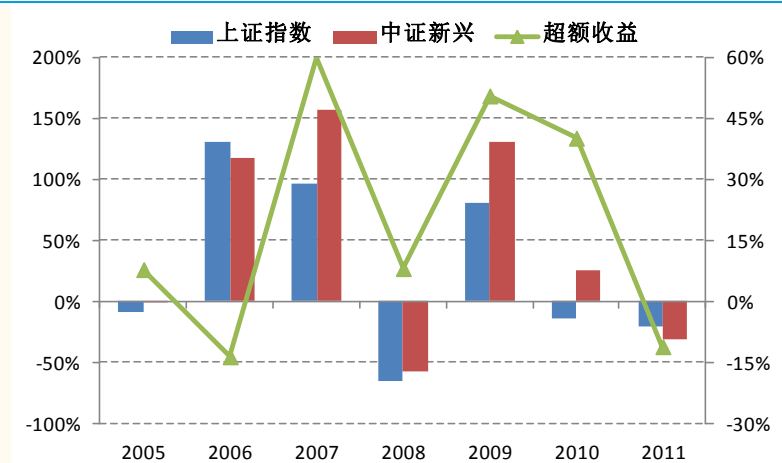
1.2.3 主题投资机会提升, 关注产品灵活优势

- 在政策支持以及流动性环境好转的 2012 年, 新兴产业主题基金值得战略性持有。中国经济过往十年依赖外贸和投资驱动的传统模式已经走到尽头, 2012 年将是“旧经济”向“新经济”过渡的阶段, 政府对调结构、经

济结构转型的重视程度将再度得到提升。同时，十二五规划要把七大战略性新兴产业发展成支柱产业或者先导产业的政策决定了未来几年新兴产业将获得税收、财政和信贷方面的大力扶持。

- ◆ 2010 年在市场对新兴产业的高增长预期下，新兴产业行业相对于市场有较好的超额收益表现，而 2011 年在海内外需求回落、流动性紧缩的不利环境下，业绩增长受到较大冲击，整体下跌幅度较大，当前估值水平开始具备一定优势。
- ◆ 就 2012 年环境来看，在传统模式难以驱动经济增长的背景下，政府对调结构、经济结构转型的重视程度将再度得到提升。明年政策的集中出台将成为相关个股上涨的催化剂，同时税收、财政和信贷方面的扶持都将对新兴产业相关公司的业绩增长产生正面驱动。

图表19：新兴产业历年表现及超额收益



来源：国金证券研究所

- 就新兴产业主题基金的选择来看，可关注以下两方面。一方面，新兴产业涵盖面较广，能够真正进行科技创新、受益产业升级的品种才具备更好的成长性，不排除部分个股在 2012 年继续下调盈利增长、进一步暴露风险，因此对相关个股的筛选仍需要基金管理人较强的选股能力。另一方面，新兴产业覆盖个股多以中小盘股票为主，因此，资产管理规模相对较小的中小型基金在投资效率上匹配更佳，且具有灵活优势。
- 在具体的产品选择上，可以关注以下三类品种：首先，近年来随着基金对新兴产业主题的关注，相关主题基金应运而生，结合历史业绩及选股能力可关注相关产品；其次，在组合配置、投资机会上侧重关注新兴产业主题的基金，结合季报、中报信息可关注相关产品；最后，以新兴产业指数为跟踪标的的指数型基金。

图表20: 新兴产业主题基金

产品设计侧重 新兴产业主题	基金经理	规模 (亿元)	成立日期	持仓组合侧重 新兴产业主题	基金经理	规模 (亿元)	成立日期	指数基金	跟踪标的指 数
东吴新产业精选	任壮, 刘元海	2.82	2011-9-28	华商阿尔法	梁永强	34.62	2009-10-24	诺安上证新兴 ETF	上证新兴
富国低碳环保	李晓铭	10.40	2011-8-10	南方隆元	汪澍, 蒋朋宸	59.16	2007-11-9	东吴中证新兴	中证新兴
汇丰科技先锋	邵骥咏	5.47	2011-7-27	东吴新经济	吴圣涛	3.32	2009-12-30	金鹰中证技术领 先	中证技术领 先
上投新兴动力	杜猛	4.34	2011-7-13	银河行业	任壮	35.58	2009-4-24	招商深 TMT	深证 TMT50
鹏华新兴产业	陈鹏, 梁浩	9.97	2011-6-15	光大中小盘	李阳	11.40	2010-4-14		
兴全绿色投资	傅鹏博, 陈锦泉	14.40	2011-5-6	嘉实优质	刘天君	70.78	2007-12-8		
华安升级主题	陈俏宇	16.13	2011-4-22	金鹰中小盘	杨绍基, 朱丹	18.49	2004-5-27		
华商产业升级	胡宇权	4.32	2010-6-18						
汇丰低碳先锋	邵骥咏	5.30	2010-6-8						

注: 规模截止到 2011 年三季度末, 三季度末未披露规模的基金用成立规模代替。

来源: 国金证券研究所

第二部分：传统封基回归管理业绩，侧重成长风格杠杆收益——封闭式基金投资操作策略

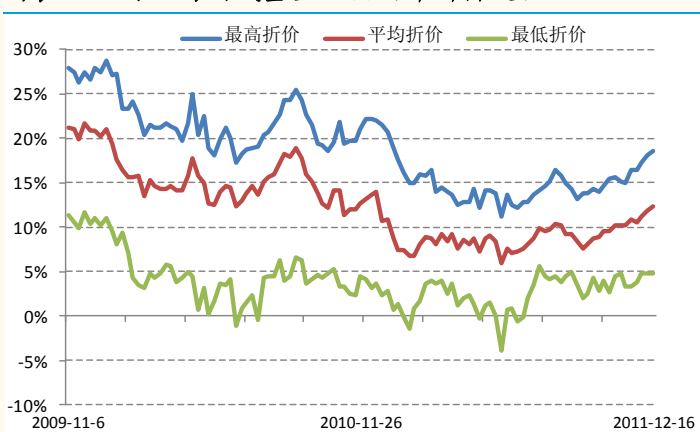
- 受制于全年 A 股市场震荡下跌的走势，投资者关注的基金分红失去吸引力，不具备触发跨年度分红行情的实力。2012 年在相对低折价背景下传统封基交易性机会将主要围绕市场情绪的波动，同时传统封基选择更多基于中长期投资，并以基金投资管理能力为核心。
- 考虑到 2012 年市场缺乏趋势性向上的机会，杠杆基金的把握难度依然较大。在成长风格有望继续主导的背景下，以成长风格指数为跟踪标的的分级基金高杠杆端可重点关注，但同时也要结合折溢价率变化动态把握，尤其就短期来看，经过今年四季度的下跌，部分杠杆基金的溢价率已经升至相对高的水平，如若市场反弹，杠杆基金可能会在“去溢价”后才有更好表现机会。

3.1 分红行情落空，回归投资管理能力主线

3.1.1 折价波动幅度收窄，10%中枢水平或维持

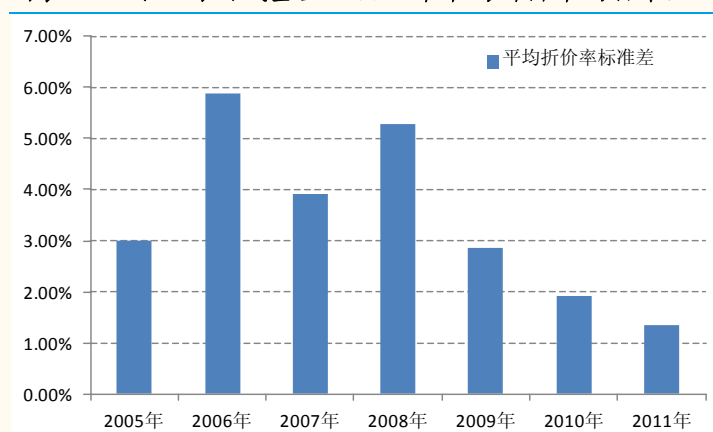
- 总体来看，2011 年以来传统封闭式基金折价在相对低位的水平下保持平稳，25 只传统封闭式基金折价围绕 10% 的中枢水平上下波动。今年以来基金折价波动幅度较过往几年明显较小，从下图表右的各年度传统基金平均折价率标准差即可看出这一趋势。截止到 12 月 16 日，在平均剩余存续期 2.98 年的背景下，平均到期年化收益率（按当前市价买入并持有到期按当前净值赎回的年化收益率水平 4.73%。

图表21：传统封闭式基金过去两年折价变化



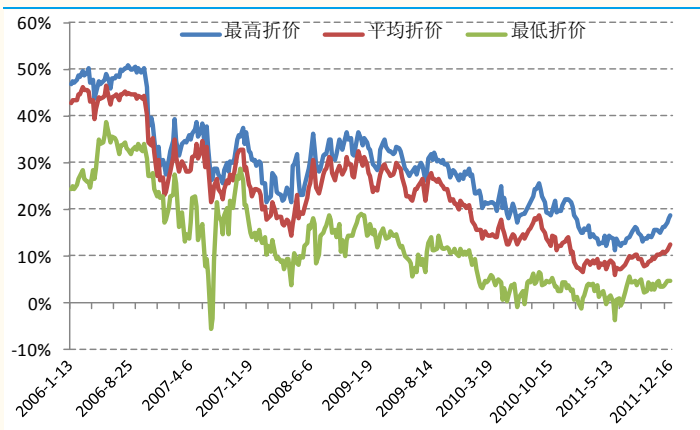
来源：国金证券研究所

图表22：传统封闭式基金过去七年平均折价率的标准差



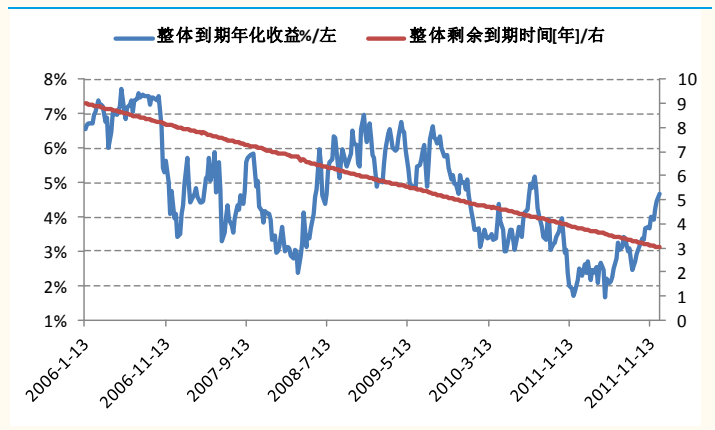
- 从历史数据来看，传统封基折价随着到期时间的缩短逐步回归，下图表右统计显示，在今年年初平均到期年化收益水平已经达到历史最低点，随后保持基本稳定，近期折价率水平以及到期年化收益水平虽有小幅上升，但整体来看折价下降空间已经较为有限。同时考虑到机构配置偏好、品种稀缺和业绩稳健的优势，折价率明显扩大的可能也较小，未来仍有可能围绕 8%-10% 左右的中枢水平继续波动。

图表23: 传统封闭式基金过去五年折价变化



来源: 国金证券研究所

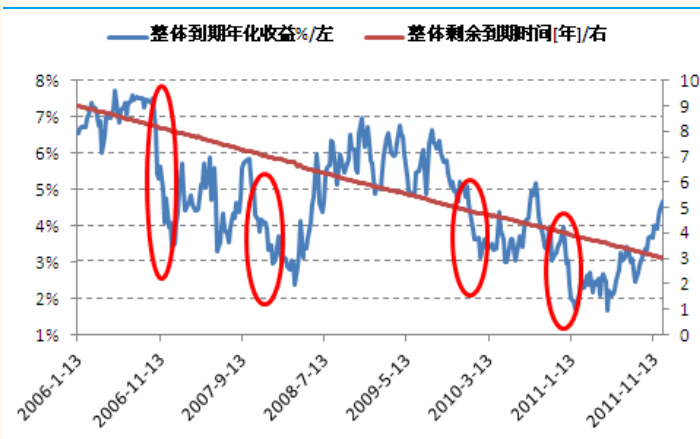
图表24: 传统封闭式基金过去五年平均到期年化收益



3.1.2 分红不具吸引力, 跨年度行情难以触发

- 年度分红是传统封闭式基金备受关注的因素之一。从历年基金表现来看, 以 2006 年、2007 年、2009 年和 2010 年年度分红前封闭式基金都受到较高的关注, 从下图表左的基金到期年化收益率变化来看, 由于基金分配一般随年度报告在一季度展开, 之前年度的四季度封闭式基金多有较好的表现, 表现为整体折价率和到期年化收益水平明显下降。
- 根据基金 2011 年前三季度收益情况来看, 受制于今年市场单边下跌的行情, 截止三季度末仅有 15 只基金具备可分配收益, 且平均单位可分配收益为 0.057 元, 这 15 只基金静态计算到期年化收益率为 4.87%, 如果考虑分红除权计算到期年化收益率为 5.22%。此外, 由于基金分红后净值不能低于面值的规定, 这其中能够进行分红的基金数量更进一步减少。整体来看目前的分红能力并不具备吸引力, 尤其在四季度市场弱势格局延续的背景下, 不具备触发跨年度分红行情的实力。

图表25: 传统封闭式基金过去五年平均到期年化收益



来源: 国金证券研究所

图表26: 部分基金截止到三季度末可分配收益测算 (单位净值截止到 2011-12-23)

简称	单位净值 (元)	折价率	到期年化收益率	三季度末单位可分配收益 (按 90%)	分红除权后折价	分红除权后到期年化收益率
基金景福	1.0561	17.18%	6.40%	0.1319	20.01%	7.62%
基金汉盛	1.1100	5.97%	2.60%	0.1078	6.64%	2.91%
基金通乾	1.0798	13.75%	3.19%	0.1065	15.35%	3.61%
基金同盛	1.0895	13.54%	5.16%	0.0836	14.76%	5.68%
基金汉兴	0.9731	11.19%	3.98%	0.0607	11.98%	4.29%
基金开元	0.9607	6.47%	5.36%	0.0601	6.96%	5.80%
基金景宏	1.0113	14.23%	6.65%	0.0601	15.25%	7.18%

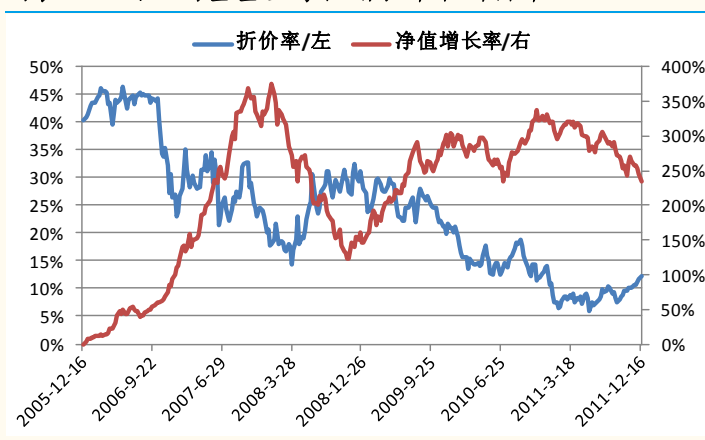
注: 除权后折价及到期年化收益率按最大分红计算, 未考虑分红后净值不低于面值的要求。

3.1.3 回归管理能力, 关注中长期投资

- 除了分红等外部催化因素, 管理业绩是影响封闭式基金的根本动力, 随着基金折价率继续回归的动力减弱, 传统封基的选择将回归管理业绩。从下图表右今年以来基金业绩排名和净值增长排名的关系来看, 呈现出较明显的线性关系, 今年净值表现较好的裕隆、汉盛、兴和、鸿阳等基金的二级市场表现也相对抗跌。同时, 从整体趋势来看, 下图表左更明显看到, 随着基金整体业绩的提升, 折价率明显回归, 而在 08 年基金净值缩

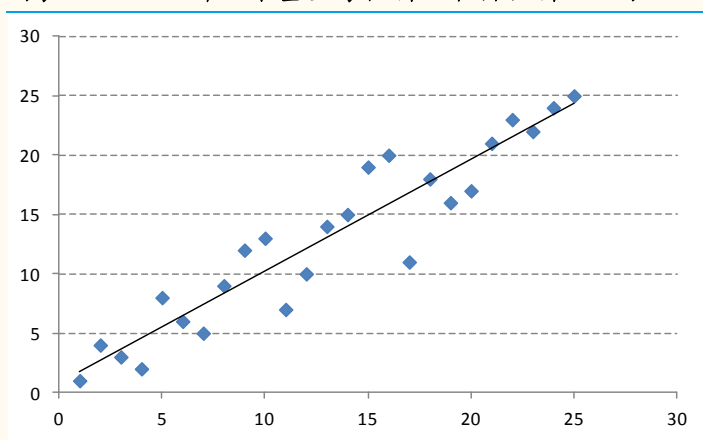
水的背景下，折价率也逐渐上升，折价率在一定程度上也反映了投资者对市场走势的预期。

图表27: 传统封基基金净值增长率和折价率



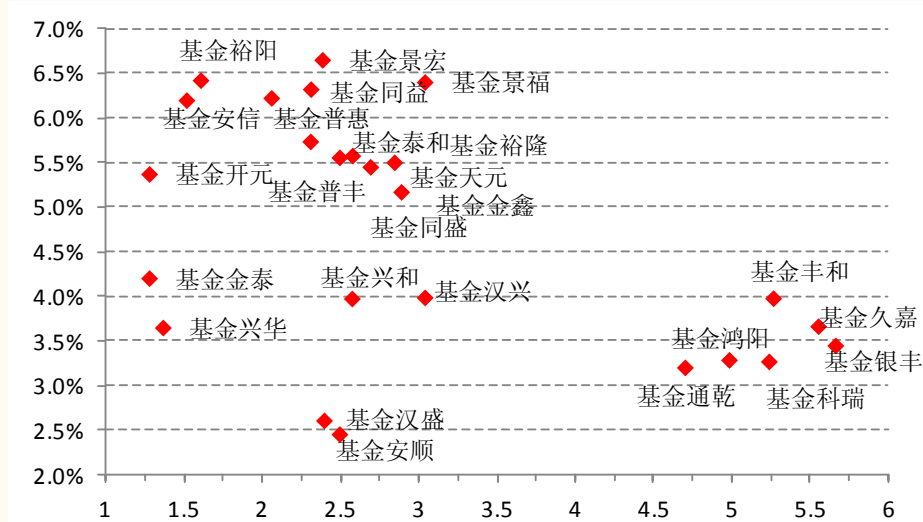
来源: 国金证券研究所

图表28: 2011 年以来基金净值排名和价格排名关系



- 此外，投资管理能力也是基金间折价分化的主要原因。从下图不同剩余期限封基到期年化收益率水平比较可以看出，业绩持续性较佳、管理能力较强的基金如兴华、裕阳、安顺、汉盛等折价水平相对更低。
- 2012 年，低折价背景下传统封基交易性机会将主要围绕市场情绪的波动，同时传统封基选择更多基于中长期投资，并以基金投资管理能力为核心。综合投资管理能力、折价率及到期年化收益率等分析，建议侧重关注裕隆、兴和、金泰、安顺、金鑫、鸿阳等基金。

图表29: 不同剩余存续期封基到期年化收益率水平比较



来源: 国金证券研究所

3.2 指数分级产品扩充，侧重关注成长风格特征的杠杆收益

3.2.1 2011 年分级基金得到快速发展

- 2011 年以来分级基金在前有基础上继续得到快速发展，截止到 2011 年 12 月 16 日，已经有 29 只分级基金成立，资产规模超过 650 亿元，其中今年成立的合计 18 只，占据全部数量的一多半。
- 分级基金通过收益分配划分为不同风险收益级别的产品，从今年以来发行的新基金来看，在产品设计与原有老基金基本类似，其创新机制主要体现在以下几个方面，包括高风险份额对低风险份额本金和基准收益的补偿

方式；低风险份额是否参与超额收益分配；低风险份额是定期开放还是上市交易；是否可以份额配对转换；是否进行定期和不定期折算。

- 目前分级基金包括了以股票型、指数型和债券型为母基金的产品，其中对债券分级基金以及具有固定收益特征的低风险收益端品种，投资者可关注《2012 年度债券型基金投资策略报告》中的内容，在此部分只对股票型和指数型的高杆杆份额进行介绍。
- 除了纯杠杆产品瑞和沪深 300，我们将其余 14 只基金可以分成如下四类。以数量较多的第二类和第四类为例，长盛同庆和国泰估值优势均分为高风险和低风险份额，低风险份额除了获得固定收益，在达到一定条件还可以获得超额收益，同时两类份额均上市交易；而以国联安双禧为代表的一类产品，低风险份额只获得固定收益，除了分成高、低风险份额，另有基础份额可进行配对转换。

图表30: 分级基金特征比较

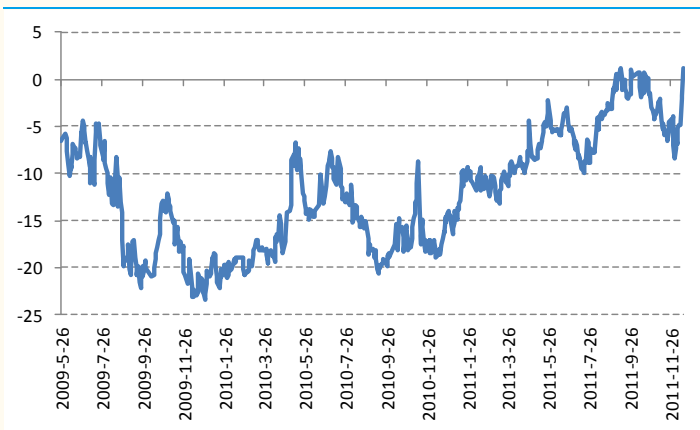
股票型+指数型	类型 1	类型 2	类型 3	类型 4
份额类别	2	2	3	3
低风险份额固定收益	有	有	无	有
低风险份额超额收益	有	有	有	无
低风险本金和基准收益补偿	有限补偿	完全补偿	完全补偿	完全补偿
份额折算	无	无	有	有
配对转换	无	无	可	可
分红	每年分红	无	无	无
是否上市交易	优先每年开放一次，进取上市	均上市	除了基础份额均上市交易	除了基础份额均上市交易
代表性产品	瑞福分级	长盛同庆、国泰估值优势	兴全合润	国联安双禧 100、银华中证 90、银华深证 100、建信双利、信诚中证 500、申万深成、泰达中证 500、银华消费、长盛同瑞、银华资源

来源：国金证券研究所

3.2.2 折价逐步回归，静态优势不足

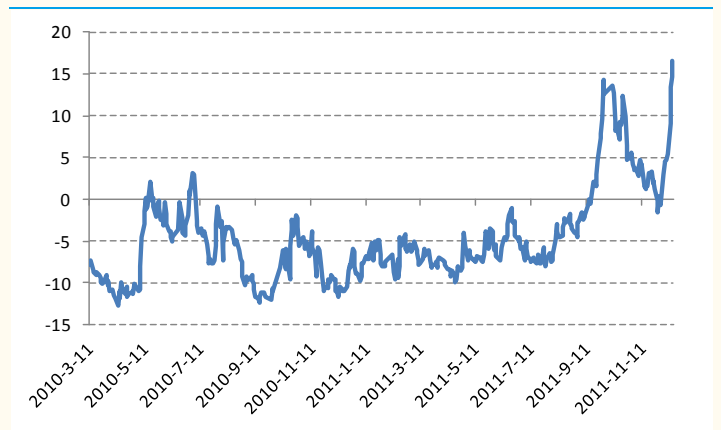
- 就上文分类 2 中的估值进取和同庆 B 来看，两只基金在产品设计上较为接近，与分类 4 中的基金相比，这两只基金最大的不同在于设定了存续期，存续期结束后转型为普通的 LOF 基金，其中长盛同庆将于明年 5 月 11 日到期，国泰估值将于 2013 年 2 月 9 日到期。
- 从下图表同庆 B 和国泰进取成立以来的折溢价率走势来看，两只基金多数时间维持折价走势，其中同庆 B 更明显的显示出随着到期日临近、折价率中枢上移、逐步回归的特点，近期同庆 B 的折价率基本在 5% 左右徘徊。而从国泰进取的折溢价率走势来看，由于该基金的规模较小、流动性不如同庆 B，折溢价率波动更大，尤其是在今年下半年市场单边下跌的走势中，国泰进取的溢价率两度出现明显升高。

图表31: 同庆 B 成立以来折溢价率走势



来源: 国金证券研究所

图表32: 国泰进取成立以来折价率走势



- 估值进取和同庆 B 均有固定到期日，两只基金距离到期日分别还有 1.15 年和 0.4 年，我们通过情景分析考察基础份额不同涨跌幅下，以现价买入同庆 B 和国泰进取的到期收益。从下图表的结果可以看到，如果到期基础份额不涨不跌，投资者分别亏损 20.82%和 2.49%，如果基础份额上涨 10%，同庆 B 和国泰进取可分别获得 20.18%和 2.63%的收益。另外，由于目前同庆 B 和国泰进取呈溢价状态，安全边际也较低，其中国泰进取只有在基础份额涨 8.88%的背景下，才能保证到期不亏损。
- 就当前静态来看，无论是情景分析结果还是短期市场环境，估值进取和同庆 B 的优势较小，未来一年投资者可以结合折溢价率变化以及市场情绪进行关注。

图表33: 估值进取、同庆 B 情景分析 (12 月 16 日)

	折溢价率	剩余年限	杠杆率	市值规模	跌 20%	跌 10%	0	涨 10%	涨 20%	安全边际
同庆 B	0.00%	0.40	2.27	53.14	-47.82%	-25.15%	-2.49%	20.18%	42.84%	1.10%
国泰进取	13.73%	1.15	2.67	3.18	-67.72%	-44.27%	-20.82%	2.63%	26.07%	8.88%

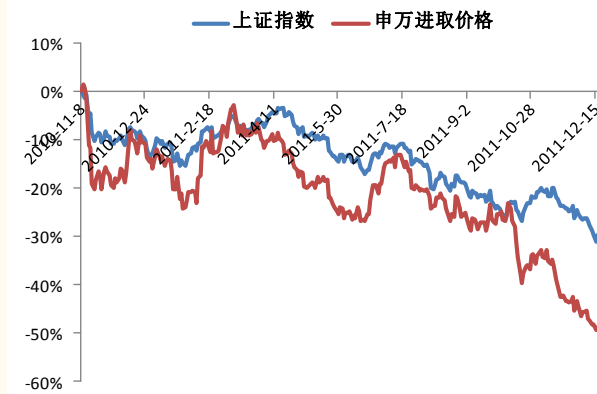
注: 1、基础份额不同涨跌幅下，分份额现价买入到期收益，以 6 月 17 日为起点。2、安全边际，基础份额涨幅，以保证到期进取份额净值等于进取份额现价。

来源: 国金证券研究所

3.2.3 指数分级产品扩充，侧重关注成长风格特征的杠杆收益

- 就上文分类 4 中的产品来看，聚集了目前数量最多的一类分级基金，具备高杆杆特征且无到期日，且由于母基金多为指数型基金，在市场反弹过程中是把握阶段收益的较好工具。从历史数据来看，杠杆基金在趋势性的上涨行情中超额收益十分显著，以今年 1 月 26 日到 3 月 9 日为例，在此期间上证指数上涨 12.13%，而同期申万进取上涨 27.69%。而到了下半年几近单边下跌的环境中，杠杆基金的风险也得到放大，且尽管市场有短期反弹，但杠杆基金也随市场的反弹和回落波动更大，阶段把握难度上升。

图表34: 申万进取上市以来走势



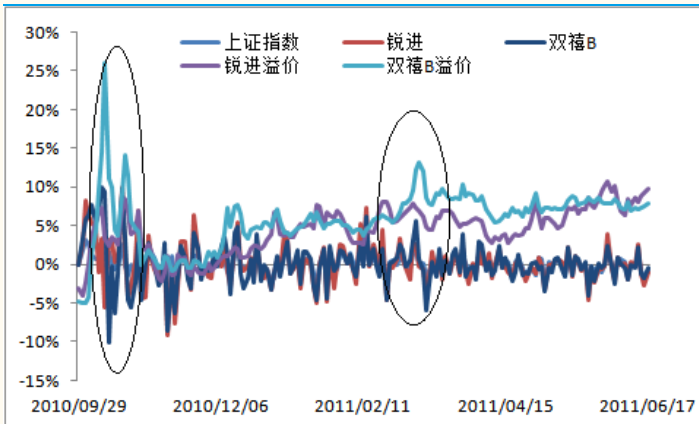
来源: 国金证券研究所

图表35: 银华锐进上市以来走势



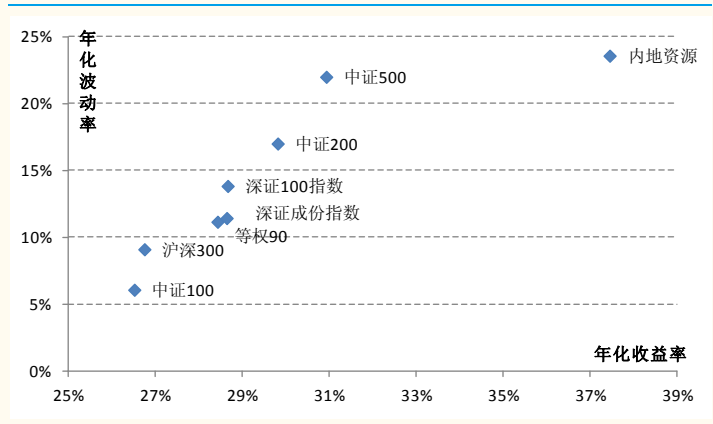
- 与市场风格的契合程度也将影响基金的相对表现, 对于多数基础份额为指数基金的杠杆基金来讲, 其风格相对透明的特征相对于主动管理的基金更容易把握, 且随着今年指数分级基金的密集发行, 各类风格指数不断完善, 运用指数分级基金, 可以更好的把握不同风格市场环境下的超额收益。
- ◆ 与市场风格契合程度也是影响高杠杆基金相对表现的重要因素, 从下图表左双禧 B、银华锐进的走势比较可以看到, 以 2010 年 9 月底到 10 月初市场反弹阶段来看, 在大盘风格主导下, 跟踪中证 100 指数基金的双禧 B 上涨幅度高于银华锐进。

图表36: 银华锐进、双禧 B 比较



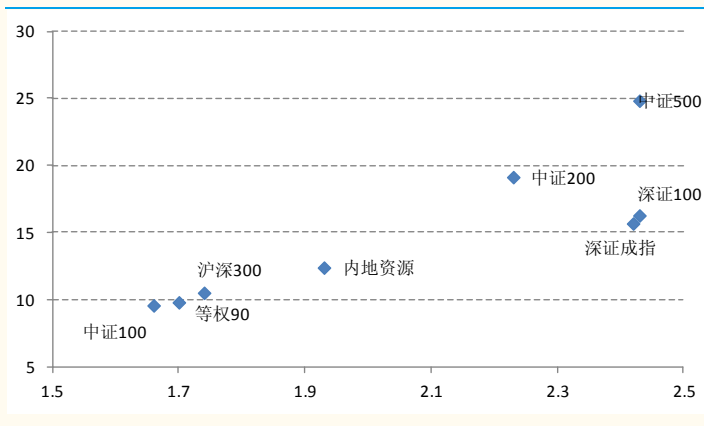
来源: 国金证券研究所

图表37: 分级指数基金基础份额收益风险



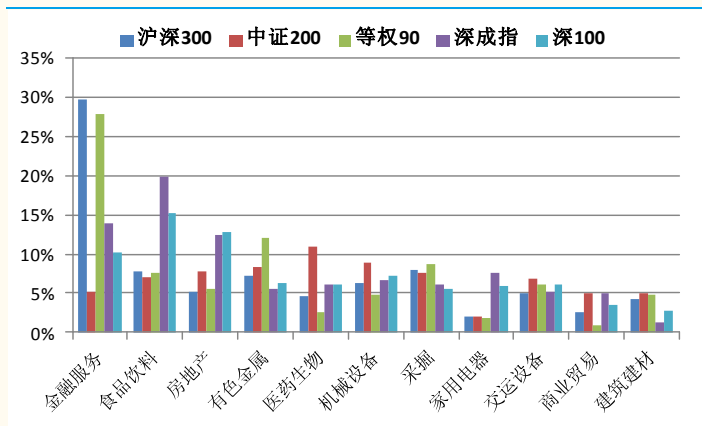
- ◆ 从上图较直观的去三年指数分级基金基础份额跟踪标的指数的风险收益比较来看, 以中证 100、沪深 300 为代表的大盘蓝筹风格呈现低风险收益的特点, 而以中证 500、中证 200 为代表的中小盘成长风格则表现出高风险收益的特点。此外, 从跟踪标的指数的行业分布来看, 也呈现一定差异, 比如中证 100、内地资源指数的行业集中度相对其他指数均较高, 前者侧重于金融行业, 后者侧重于采掘和有色, 而中证 500、中证 200 更侧重于中小盘成长股且行业分布更加均衡, 另外深证 100 和深成指相似度较高, 均较为侧重深市蓝筹股的投资。

图表38: 分级指数基金基础份额市盈率市净率比较



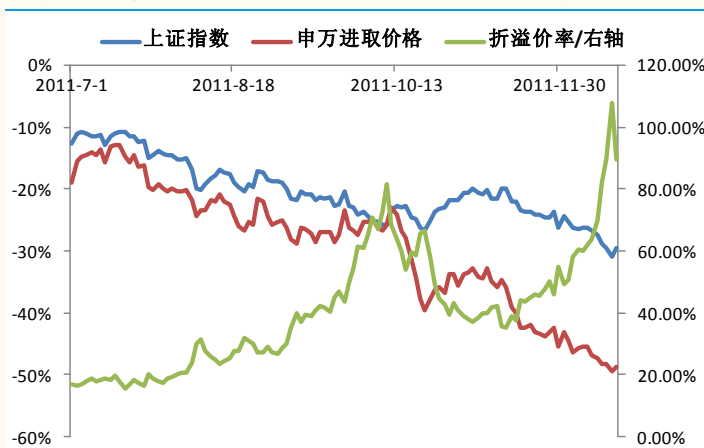
来源: 国金证券研究所

图表39: 分级指数基金基础份额行业分布比较



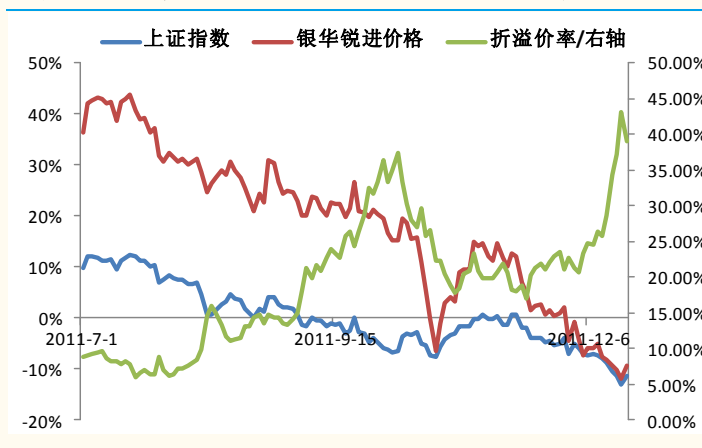
- 高杠杆基金的折溢价率变化也是投资者关注较多的因素，从实际来看，折溢价率较大程度反映投资者情绪变化，同时，当溢价率达到较高水平，即便市场反弹，也会抑制基金价格上升空间。
- ◆ 从折价率与投资者情绪关系来看，以 09 年 7 月份指数不断创出新高的阶段来看，瑞福进取的溢价率由 50%左右逐渐下降至 10%，显示出相对谨慎的情绪，而在市场下跌过程中，随着下跌动能逐渐减弱、投资者开始关注反弹机会，溢价率逐渐上升，今年下半年即是较好的例证。
- ◆ 当溢价率达到较高水平，也会抑制基金价格反弹空间，以今年下半年申万进取的走势来看，下半年随着市场下跌申万进取的溢价率也快速上升至 60%左右的较高水平，到 10 月底尽管市场阶段性反弹，但申万进取的价格反弹并不明显，形成一段“去溢价”的走势。相比下图表右中同一时间、溢价率相对合理的银华锐进的走势，也可以看出这一特点。

图表40: 申万进取今年下半年价格和这溢价率



来源: 国金证券研究所

图表41: 银华锐进今年下半年价格和这溢价率

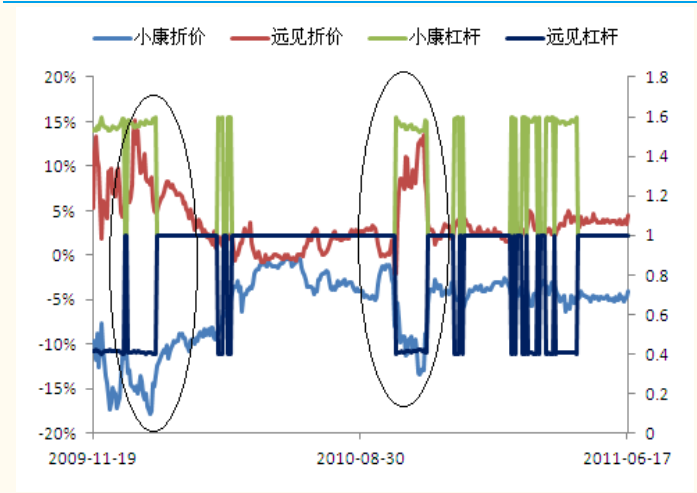


- 杠杆基金由于份额配比的不同，杠杆率也有一定的差异，杠杆率越高的基金价格弹性越大，同时，由于产品设计的因素，在比如年度折算、触发提前折算等时点也会发生杠杆率的变化，投资者前瞻性的关注杠杆变化趋势，也有助于阶段投资机会的把握。
- ◆ 瑞和沪深 300 是比较典型的在产品设计上具有杠杆互换特征的基金，该基金分级产品瑞和小康、瑞和远见均为杠杆基金，并在基础份额 1 元净值之上以 1.1 元为临界点杠杆互换，可以看到，在基金成立初期，虽然瑞和小康处于高杠杆阶段，但由于距离 1.1 元临界点较近，对瑞和

远见的杠杆变化预期使得瑞和远见明显溢价、而瑞和小康折价，在此后的走势中我们也可看出这一明显规律。

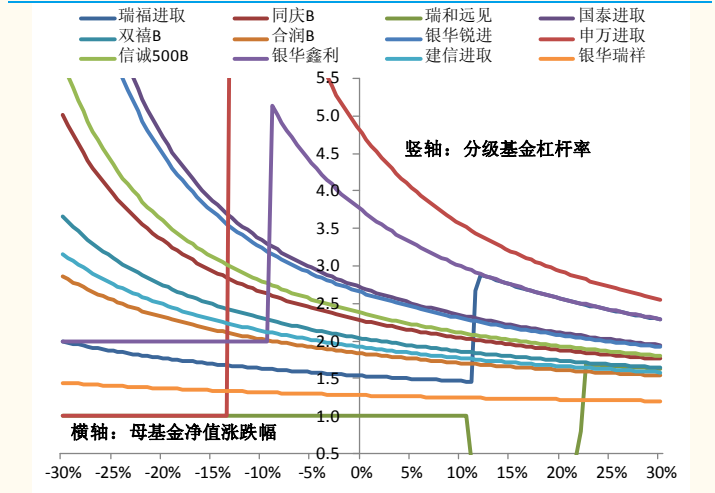
- ◆ 此外，在比如年度折算、触发提前折算等时点也会发生杠杆率的变化，下图表右计算了截止到 12 月 20 日的基金杠杆率，以及母基金净值涨跌后基金杠杆率的变化。可以看到，银华鑫利的母基金再下跌 9% 左右即触发提前折算、杠杆重置，申万进取的母基金再下跌 13% 左右申万进取的杠杆消失。

图表42：瑞和小康、瑞和远见折溢价和杠杆变化



来源：国金证券研究所

图表43：分级基金杠杆率及变化（12.20）



- 综合前文所讲的市场环境，考虑到 2012 年市场缺乏趋势性向上的机会，杠杆基金的把握难度依然较大。在成长风格有望继续主导的背景下，以成长风格指数为跟踪标的的分级基金高杠杆端可重点关注，但同时也要结合折溢价率变化动态把握，尤其就短期来看，经过今年四季度的下跌，部分杠杆基金的溢价率已经升至相对高的水平，如若市场反弹，杠杆基金可能会在“去溢价”后才有更好表现机会。具体来看，母基金跟踪标的为中证 200 指数的长盛同瑞 B 以及跟踪标的为中证 500 指数的信诚 500B 可作为把握成长风格的较好品种。

第三部分：基金池及 2012 年 1 月份基金组合推荐

- 依据前面各部分对相关市场以及各类产品投资操作策略分析，下阶段重点关注基金池如下：

图表44：基金池推荐（按字母顺序排列）

股票型基金	推荐理由
博时主题	大盘风格基金，除了侧重金融等低估值个股，对于地产、汽车等早周期行业关注角度。
大成景阳	既往业绩突出，基金经理稳定性强，且从业经验丰富，精选个股能力较强。
东吴双动力	基金管理人投资操作比较积极灵活，同时选股能力很强。
富国天惠	擅长成长类股票的挖掘，选股能力突出。较为稳定的基金经理也使得基金风格得以持续，中长期业绩突出。
工银成长	持股相对集中，主要关注成长风格股票的投资，具有一定的选股能力。
广发聚瑞	重点投资方向为大消费行业和经济结构优化、调整受益的行业，风格相对稳健。
国富潜力	选股能力较强，具有较好的风险收益配比。
国泰中小盘	中小盘成长风格，操作风格灵活，就近期投资策略来看，基金经理重点关注受益于财政政策放松的行业、基本面已经见底、未来前景趋好的行业和中长期业绩增长确定的低估值行业。
海富领先	配置相对均衡，对中小盘成长股有较好的把握。
华商盛世	基金管理人选股能力出色，且投资操作积极灵活，尤其对成长类股票有较好的把握。
嘉实优质	基金经理刘天君具有较强的选股能力，从既往投资来看，基金操作灵活，对成长股有良好的把握能力。
建信核心	操作风格稳健，行业配置相对均衡，侧重低估值、成长性好的个股投资。
景顺增长	资产配置灵活，侧重消费成长类股票的投资，且对成长股有较好的把握能力。
南方隆元	重点关注先进制造业、现代服务业和基础产业的投资机会，无论是资产配置还是个股选择均较为灵活。
诺安成长	对成长股有较好的把握，配置相对均衡，注重风险控制。
鹏华产业	2011 年成立的次新基金，对建仓节奏较好的把握使得成立以来业绩良好，同时该基金重点关注新兴产业中优质个股，基金经理陈鹏具备较强的投资管理能力。
鹏华价值	价值型基金，对低估值的银行等关注较多，集中度较高。
泰达红利	基金经理梁辉的投资管理能力较为突出，持股集中且注重灵活操作，具备一定选股优势。
兴全社会责任	中小盘成长风格，选股能力较强，持股集中度较高，操作风格灵活。
中银策略	注重风险控制，股票仓位保持同业中等水平，行业配置相对均衡，注重控制风险。
混合型基金	推荐理由
宝康消费品	产品设计锁定大消费类子行业，基金对大消费类行业的配置能力较强，同时，基金管理人选股能力也较出众，最高 75% 股票仓位水平的产品设计限定，可以一定程度上降低基金的风险水平。
博时平衡	股票投资比例上限为 60%，在震荡市场环境中，产品设计为基金带来了一定的安全边际。在被动低仓位之余，基金主动择时和行业配置能力较强，这也使得基金具备一定的进攻性。
大摩资源	资产配置灵活、选股能力较强，重点关注未完全被市场认同的高成长性企业和行业处于拐点的领先企业。
东吴进取策略	基金投资运作偏好成长型个股，积极主动，且选股能力较强，阶段来看重点关注符合经济结构调整的大消费和新兴产业。
富国天成	股票仓位适中，风险控制能力较强，侧重稳健成长类风格股票和低估值银行股。
广发聚富	风格相对稳健，保持较低的股票仓位，近期关注大消费行业内相关股票的投资。
国投景气	长期业绩稳健，风险收益匹配较佳。其善于在行业轮动中发掘投资机会，并且保持了行业配置和选股的灵活性，配置效果良好。
国投稳健增长	基金经理善于利用资产配置控制系统性风险，重视组合中对行业个股的选配，基金历史业绩稳健。
海富通精选	偏好周期行业，操作风格较为积极，基金经理具备较强的管理能力。

图表44: 基金池推荐 (按字母顺序排列)

华安动态	作为混合型基金保持相对稳健的持仓结构, 配置较为均衡, 注重风险控制。
华安配置	注重自下而上的选股, 选股能力突出, 行业配置相对均衡。
华商阿尔法	管理人选股能力较为突出, 契合了产品构建高阿尔法组合的投资目标。同时, 该基金在秉承了公司选股优势同时, 打造了相对独立的投资组合, 与公司旗下其它基金交叉持股较少。
华夏回报	风险控制能力突出, 在震荡市场和熊市中更能展现其投资管理能力, 适合风险承受能力一般的投资者。
嘉实增长	操作风格相对稳健, 偏好中小盘成长风格股票。
诺安灵活配置	灵活配置资产, 成立以来基金业绩的风险收益配比较好。诺安配置的股票资产配置相对较低, 而在行业和股票组合上保持适度进取。基金经理具备通过“自下而上”选股、贡献动态“ α ”的管理能力。
鹏华成长	在市场震荡较弱的行情下, 通常都能获取超越同业平均的超额收益。基金自成立以来出色的行业配置和选股能力, 使其业绩持续超越同业。
添富优势	股票仓位保持较高水平运作, 对成长和价值的配置相对均衡。
兴全可转债	以可转债为主要投资标的, 具有熊市中稳健、牛市中适当进取的特征。
兴全有机增长	业绩持续优秀, 秉承公司稳健务实的管理风格、较强的执行力以及优秀的资产配置能力, 基金经理对中小盘成长风格股票灵活把握, 同样为基金业绩增色不少。
中银价值	操作灵活, 自下而上的选股能力较强, 同时秉承中银基金公司稳健、注重风险控制的特征。

来源: 国金证券研究所

- 依据前面各部分对相关市场以及各类产品投资操作策略分析, 建立国金1201期基金组合如下:

图表45: 1201期进攻型组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
嘉实增长	混合-积极配置型	邵健	嘉实	20%
大摩资源	混合-灵活配置型	何滨, 徐强	摩根士丹利华鑫	20%
泰达红利	股票型	梁辉	泰达宏利	20%
建信核心	股票型	王新艳	建信	20%
海富领先	股票型	陈绍胜	海富通	20%

组合说明: 组合平均股票仓位 68%, 较上月基本持平。本期用建信核心和泰达红利替代兴全有机增长和富国天惠, 在以消费成长为核心的基础上, 适当搭配低估值和早周期风格的品种。

来源: 国金证券研究所

图表46: 1201期防御型组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
华安动态	混合-灵活配置型	宋磊, 张翥	华安	20%
博时主题	股票型	邓晓峰	博时	20%
鹏华产业	股票型	陈鹏, 梁浩	鹏华	20%
嘉实多元	债券-普通债券型	王茜	嘉实	20%
建信增利	债券-新股申购型	钟敬棣, 黎颖芳	建信	20%

组合说明: 组合平均股票仓位 43%, 较上月的 51% 有所下降。本期用博时主题、鹏华产业替代工银成长、东吴动力, 增强组合稳健性。

图表47: 1201 期灵活配置组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
景顺增长	股票型	王鹏辉, 杨鹏	景顺长城	20%
招商债券 A	债券—完全 债券型	张婷	招商	20%
南方 50A	债券—完全 债券型	刘朝阳	南方	20%
广发强债	债券—新股 申购型	谢军	广发	20%
方达强债	混合—灵活 配置型	钟鸣远, 王晓 晨	易方达	20%

组合说明: 作为 2012 年第一期灵活配置型组合, 以收益稳健为前提, 组合内产品以债券型基金为主, 累计安全垫。

来源: 国金证券研究所

图表48: 1201 期封闭基金组合

基金名称	基金类型	基金经理	基金公司	投资权重
同庆 A	其它类型	王宁	长盛	25%
基金金鑫	股票型	王航, 刘夫	国泰	25%
基金久嘉	股票型	陈硕	长城	25%
基金裕隆	股票型	温宇峰	博时	25%

组合说明: 关注固定收益特征且到期年化收益具备优势的同庆 A, 传统封基主要从折价率、组合结构以及投资管理能力角度出发, 选择基金金鑫、基金久嘉和基金裕隆。

图表49: 组合说明及 2011.1.25 以来收益情况

	进攻型组合	防御型组合	绝对收益组合	灵活配置组合	封闭基金组合
组合收益	-7.50%	-5.05%	4.42%	-8.17%	-5.67%
业绩基准	-15.94%	-10.17%	2.71%	2.14%	-14.52%
市场基准	-18.15%	-10.58%	——	——	——
投资对象	以股票型/混合型开放式基金为主, 两类产品配置比例不低于 80%	涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金	以债券型开放式基金(或者类似固定收益类)/货币市场基金为主, 两类产品配置比例不低于 80%	涵盖股票型/混合型/债券型开放式基金/货币市场基金	完全配置封闭式基金
组合目标	通过相对稳健的类属配置, 构建高/中/低不同风险特征的组合, 目标旨在取得超越业绩基准的相对收益。适合对自身风险定位清晰及有主动进行配置需求的投资者。			通过积极灵活类属配置, 谋求绝对收益和相对收益间的平衡。适合对自身风险定位不甚清晰、在保值基础上有适当增值需求的投资者。	精选封闭式基金, 取得超越业绩基准的相对收益。
业绩基准	偏股型开放式基金收益指数	60%偏股型开放式基金收益指数+40%债券型开放式基金收益指数	二年期定期存款税后利率	MAX(一年期定期存款税后利率, 50%偏股型开放式基金收益指数)	封闭式基金价格指数
市场基准	80%流通 A+20%上证国债指数	50%流通 A+50%上证国债指数	——	——	——

开放式基金收益指数采用总规模派氏加权法计算, 反映基金总体净值增长情况:

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期指数样本的总净资产}}{\text{基期}} \times \text{基期指数}$$

其中: 总净资产 = \sum (样本报告期的规模 \times 样本的净值)。遇到分红、份额变动等情况, 按“除数修正法”进行修正: 即日指数 = 即日基金净值 / 调整后前一交易日基金净值 \times 前一交易日收盘指数。新基金在设立 90 天后记入指数。其中偏股型开放式基金收益指数以股票型和混合型开放式基金为样本, 债券型开放式基金收益指数以债券型开放式基金为样本。

来源: 国金证券研究所

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。