

## ■ 基金风向标

踏空行情悔不当初

## 基金试探性加仓银行股

□本报记者 常仙鹤

上周在银行可能于年底之前试点发行优先股的利好刺激下，滞涨的金融板块集体表现活跃，带动大盘上涨了4.5个百分点。相比之下创业板稍显乏力，于上周前四个交易日连续下探，直至周五出现小幅反弹。事实上，今年以来，类似主板和创业板这种走势相反的“跷跷板”效应已上演多次，每一次都会引发关于创业板见顶、市场风格转换的猜测，但创业板此轮上涨行情是否彻底终结，仍要待后市验证。有基金经理表示，近期公司内部已频频提示小盘股风险，一再强调要均衡配置，在此情况下基金已试探性加仓低估值的银行、汽车、家电等蓝筹股。

## 基金试探性加仓蓝筹股

尽管目前后市分歧较多，在多空博弈中基金经理大多还是选择对走高的创业板谨慎、而试探性转战蓝筹。尤其是经历去年年底银行股的意外反弹，令踏空银行股行情的机构悔不当初，在

此次银行股带动的行情下，基金公司内部已重提平衡配置问题，以免行情真的启动后因低配而陷入被动局面。

有基金经理表示，近期公司内部频频提示小盘股风险，已试探性加仓低估值的银行、汽车、家电等低估值蓝筹股。

广发基金刘明月认为，目前国内宏观政策基调仍为调结构、稳增长，新的环境变化是改革趋势比以前更确定、力度比以前更大。通胀压力目前还不大，国内商品房市场调控政策仍继续，支持刚需，流动性相关政策呈有限收缩状态。国内经济基调是调结构、稳增长、加强市场化改革，目前来看我国宏观经济基本稳定、经济增速放缓，结构调整将会有一定成效。尽管大多投资者对未来经济走势比较悲观，但是改革力度在加大、结构调整在加强、防经济过度下滑的措施还会比较多，所以他指出中长期市场没必要太悲观。刘明月预期低估值的价值股存在一定的机会，但长期还是看好大内需、经济结构调整受益的行业。

## 策略仍以均衡配置为主

业内人士认为，创业板行情的终结可能不仅仅需要银行股的反扑，还需要持续的“大事件”来扭转投资者对于这一板块的中长期预期。否则，在传统行业看不到趋势性机会的情况下，创业板“见顶”之说可能仍然只是短期涨幅过高、市场“虚高”之后的合理调整。在这样纠结的状态下，基金选择均衡配置策略。

对于近期的市场，金鹰基金认为，经济的短期向好使短线市场活跃度上升。但中长期的经济增速中枢下滑仍然压制市场的高度。对于主板而言，中期的风险仍然是流动性，美国公布的非农就业数据低于预期，市场对QE退出的时间点延后，短期风险下降；而成长股的最大风险仍然是IPO重启。目前建议以均衡配置为主，但对有色煤炭等强周期股仍然建议减持。

大成基金认为，经济增速有所反弹，市场信心增强是促成此次市场放量上涨的主因之一。此外，下半年财政托底的效果可能逐步显现，基建投资有望加快。

三季度在出口、基建投资及库存回补的带动下，经济增速可能好于此前预期。同时，现阶段流动性较为稳定，对流动性平稳的预期和市场情绪的共振也将有利于市场短期走势。另外，若银行开始试行优先股，虽利好银行板块，但是也会占用市场资金，会对市场具体造成多大影响还需衡量。

南方基金首席策略分析师杨德龙表示，从市场风格上来看，创业板见顶回落、蓝筹股逐步反弹的趋势越来越明显。近期创业板大小非疯狂套现、夺路而逃，其实反应了创业板被严重高估的事实，资金从创业板中获利了结，转战主板的要求越来越迫切。今日主板市场大涨、创业板逆市调整，拉开了市场风格转换的大幕。后市即使有一定反复，但风格转化的大趋势不会改变。

行业配置方面，金鹰基金看好汽车、家电、医药、大众消费品、银行；主题成长股投资方面，金鹰基金长期看好替代能源、智慧城市、LED，在这些细分行业中寻找成长性和估值匹配的真成长股配置。此外，三中全会政策预期主题可关注土地制度改革等主题。

## ■ 投资驿站

## 主题投资与“成长陷阱”



□交银趋势基金经理 曹文俊

半年前，结构性因素上升为市场主导因素，孕育着中期的投资主线和巨大机会。时至今日，我们需要重新审视一下热情似火的成长股中的风险因素，因为伴随着结构性因素的掘金浪潮，这些成长股的估值水平已经较半年前系统性地大幅提升。

主题投资和成长股投资有时候可能仅是一步之遥，形似而神不似。这类主题投资往往容易使投资人踩到“成长陷阱”，造成严重的损失。形似之处，主要在于两者的市场空间均足够大，或者行业处于导入期，离天花板还有很远的距离。所谓“神不似”，是指尽管广阔的市场空间很诱人，但企业最终难以将其转化为营收和盈利，投资者因而无法通过企业盈利的增长来获得股票的长期回报，而仅仅在初期通过其他投资者的认知偏差赚取估值提升的钱。对于“神不似”的认知非常重要，因为稍有不慎，你就可能踩到“成长陷阱”，成为那些因为认知偏差而为别人贡献收益的人。

“神不似”大体可以分为几种类型：存量业务提供业绩，增量业务提升估值。这类股票在市场中很常见，并且在特定阶段，其股价表现相当出色。增量业务契合当前市场主题或者市场空间特别巨大，而存量业务成长性偏弱或者带有一定周期属性时，由于市场的追捧，原先20倍的PE短期内可能就被提升至30倍甚至更高。当年的“涉矿概念股”和今年的“手游概念股”大体属于这种类型。一般来说，增量业务的市场空间越大，标的稀缺性越高，那么估值水平提升的速度越快。这类公司可能出现的陷阱在于增量业务进度慢于预期或者增收不增利，而传统业务增速过慢或者周期性下行拖累业绩。投资这类公司时，存量业务的安全边际需要仔细考量，否则容易陷入“成长陷阱”。

在规模做大的同时，很难快速建立起护城河。很多行业处于导入期时，市场热衷于其快速的行业成长性，而忽视了进入壁垒的重要性。许多行业的兴起，是因为其抓住了市场的需求，分裂出了一个新的细分市场，开创了新的盈利模式。比如，我们把电商看作一个新的行业，事实上它是传统商超的延伸。行业处于导入期的时候，玩家相对有限，因为市场容量还不够大；而当行业从导入期过渡到成长期阶段的时候，真正考验的是那些初始玩家有没有建立起拦截竞争对手的护城河。如果进入壁垒没能有效建立，行业中的大玩家一旦发起攻击，那将是致命的！最近的案例就是百度地图和高德地图相继宣布免费，对于最先进入导航领域的四维图新而言，几乎是致命打击。

“傍大款”式的增长，客户粘性和转换成本问题非常最重要。最经典的案例就是生产触摸屏传感器的莱宝高科的大起大落的故事。2010年，莱宝高科因其是TPK的主力供应商（TPK为苹果触摸屏的主力供应商），从而傍上“苹果”这个大款。莱宝高科2010年前三季度业绩不断超市场预期，也使其成为2010年的明星股。然而，潜在隐患并未消除，触摸屏传感器的生产相对低端，技术壁垒并不太高，由此决定了其客户粘性不够强，转化成本不够高。2011年5月，TPK收购了达宏公司，自此之后，TPK所需的产品之一的Sensor自给率不断提高，结果使莱宝高科产能利用率不断下降。

资本消耗型增长——盈利模式的缺陷。有一类公司非常依赖于融资，才能保持其快速成长。其财务报表的特征就是每年投资活动现金流（流出）远大于经营活动现金流（流入），或者经营活动现金流净额始终为负。这类企业多以BT项目为主，初期也能保持快速增长，但随着公司业务体量变大，融资的需求量日益增加，最终其成长模式难以为继。这类公司本身的盈利模式存在一定缺陷，但在其出现瓶颈或暴露其弊端之前，或许能维持相当长时间的增长。

“神不似”还有很多种，如技术路线转移、多元化失败（所谓平台型公司）等等。

我们并非排斥主题投资，主题投资若运用恰当，也是获取收益的一种很好的方法。只是当前市场环境投资者对于成长股的期望极高，隐含的风险与潜在的回报不成正比。从风险的角度重新审视或许对投资者更有帮助。

## 基金主动加仓0.44个百分点

□万博基金经理研究中心

马永谙 王荣欣

截至9月13日，整体来看主动型股票方向基金最新平均仓位为83.93%，与前一周（9月6日）的平均仓位83.06%相比上升0.87个百分点。其中，主动加仓0.44个百分点。剔除股票型基金后，偏股型及平衡型基金的整体仓位均值为73.11%，与前一周（9月6日）的平均仓位72.53%相比上升0.87%。其中，主动加仓0.33个百分点。

根据监测数据，股票型基金仓位为88.31%，与前一周（9月6日）相比上升0.93%。其中，主动加仓0.52个百分点；偏股型基金仓位为77.04%，与前一周相比上升0.75%。

## 增配有色纺织

□万博基金经理研究中心

马永谙 王荣欣

上周基金平均增配强度较大的行业主要有有色（增配强度为14.37%，下同）、纺织（13.36%）、农林（10.06%）、交运（9.47%）等行业；上周基金平均减配强度较大的行业主要有采掘（减配强度为10.40%，下同）、通用（8.15%）、农副（7.81%）、仪表（7.18%）等行业。

从增配强度的分布来看，基金对有色、纺织、农林、交运、印刷、钢铁等行业增配强度最大；其次是造纸、饮料、商务、金融、文教、食品等行业；基金对运输、地产、矿物、信息、家具、餐饮、专用、科技、医药等行业增配强度不明显。

从增配的基金数量来看，上周81.28%的基金增配有色，80.93%的基金增配纺织，76.20%的基金增配农林，88.16%的基金增配交运，78.82%的基金增配印刷，76.98%的基金增配钢铁，80.60%的基金增配造纸，83.20%的基金增配商务，66.80%的基金增配金融，80.40%的基金增配文教，55.60%的基金增配食品，79.83%的基金增配运输，64.80%的基金增配地产，54.50%

一周相比上升0.75%。其中，主动加仓0.41个百分点；平衡型基金仓位为68.01%，与前一周相比上升0.37%。其中，主动加仓0.23个百分点。

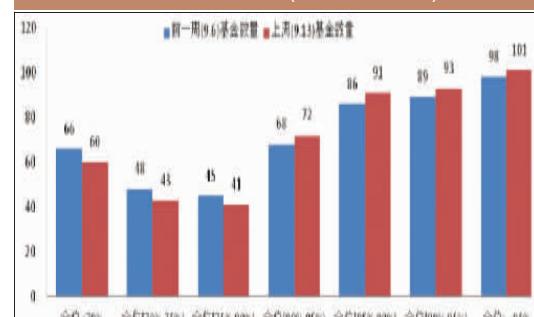
截至9月13日，60只基金（占比12%）仓位低于70%，84只基金（占比16.6%）仓位介于70%~80%，163只基金（占比32.6%）仓位介于80%~90%之间，194只基金（占比38.8%）的仓位高于90%。

上周共10.2%的基金主动减仓5个百分点以上，18.8%的基金主动减仓5个百分点以内，38.6%的基金主动加仓5个百分点以内，32.4%的基金主动加仓5个百分点以上。上周71%的基金主动加仓。

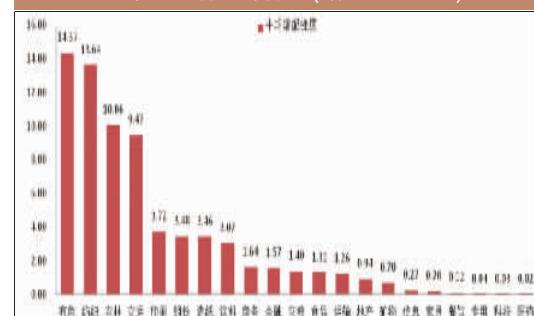
从减配强度的分布来看，基金减配最明显的行业主要是采掘、通用、农副、仪表服装等行业；其次是汽车、社会服务、综合、石化、化学、建筑等行业；基金对电气、公共事业、木材、批零、文体、金属、皮革、橡胶、化纤等行业减配较不明显。

从减配的基金数量来看，上周85.14%的基金减配采掘，80.35%的基金减配通用，83.32%的基金减配农副，79.92%的基金减配仪表，84.22%的基金减配服装，80.03%的基金减配汽车，82.40%的基金减配社会服务，63.34%的基金减配综合，88.92%的基金减配石化，79.03%的基金减配化学，77.60%的基金减配建筑，69.04%的基金减配电气，79.83%的基金减配公共事业，87.60%的基金减配木材，82.60%的基金减配批零，71.60%的基金减配文体，72.60%的基金减配金属，59.91%的基金减配皮革，59.80%的基金减配橡胶，64.80%的基金减配化纤。

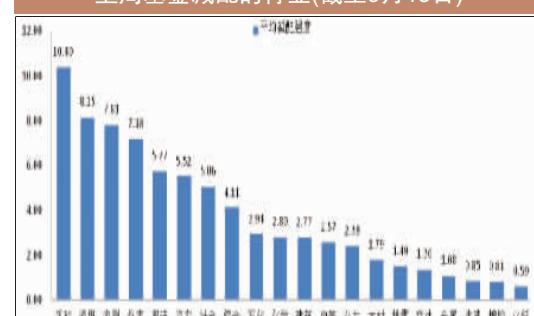
基金仓位分布图(截至9月13日)



上周基金增配的行业(截至9月13日)



上周基金减配的行业(截至9月13日)



上周各类型基金仓位(截至9月13日)

基金类型	本周仓位(%)	上周仓位(%)	二季报仓位(%)	仓位变动(%)	波动率(%)
股票型基金	88.31	87.38	87.39	0.93	0.12
债券型基金	77.04	76.29	74.33	0.75	0.21
混合型基金	69.04	67.61	69.26	0.37	0.23
货币型基金	83.93	83.06	78.80	0.87	0.24