

■全景扫描

一周ETF

A股ETF连续四周净赎回

上周市场于周一冲高后连续下挫，上证指数周跌幅达2.77%，场内ETF基金逾九成收跌。深TMTETF和创业板ETF跌幅均超过6%，跌幅居前。受连接基金转入影响，广发中证500ETF上周规模增14.09亿份，规模增长逾100%。除此之外两市A股ETF上周总体净赎回22.61亿份，为连续第四周现整体净赎回。

上交所方面，上证50ETF上周净赎回1.38亿份，周成交40.06亿元；上证180ETF上周净申购0.39亿份，周成交7.45亿元。深交所方面，上周仅创业板ETF一只出现净申购，净申购规模为4600万份。500深ETF上市首周遭遇大幅净赎回2.36亿份，规模缩水逾八成，期末份额仅剩5761万份。（李菁菁）

两市融资余额突破200亿份

交易所数据显示，截至10月24日，两市ETF总融资余额首度突破200亿元大关，达201.08亿元，总融券余量为3.52亿份。其中，华泰柏瑞沪深300ETF融资余额已超过其上市可流通市值75%的上限比例，已于上周三起被上交所暂停融资买入。

沪市ETF总体周融资买入额为12.18亿元，周融券卖出量为9.92亿份，融资余额为185.29亿元，融券余量为1.82亿份。其中，上证50ETF融资余额为60.36亿元，融券余量为2885万份。

深市ETF总体周融资买入额为1.46亿元，融券卖出量为2.96亿份，融资余额为15.80亿元，融券余量为1.70亿份。其中，深证100ETF融资余额、融券余量分别为4.15亿元和1.01亿份。（李菁菁）

一周开基

标准股基周净值下跌3.35%

上周上证指数报收2132.96点，周跌幅为2.77%。银河证券数据统计，352只标准股票型基金周净值平均下跌3.35%，139只标准指数型基金净值平均下跌2.76%，43只偏股型基金（股票上限95%）平均下跌3.06%，72只灵活配置型基金（股票上限80%）净值平均下跌3.35%，37只股票型分级子基金（进取份额）净值平均下跌6.56%。债券基金上周受市场影响表现不佳，66只普通债券型基金（一级A类）上周净值下跌0.45%，87只普通债券型基金（二级A类）上周净值下跌0.68%。受短期利率上行影响，货币基金与短期理财收益依旧表现稳健。

352只标准股票型基金上周仅5只上涨。其中，长城品牌优选股票表现最优，上涨0.75%。139只标准指数型股票基金全线下挫。其中，泰达宏利中证财富大盘指数跌幅最小，下跌0.53%。债基方面，66只普通债券型基金（一级A类）全部下跌。其中，农银信用添利债券跌幅最小，下跌0.04%。87只普通债券型基金（二级A类）中天弘债券发起式（A类）表现最优，上涨0.40%。（银河证券）

一周封基

股基折价率持续收窄

截至2013年10月25日，纳入统计的20只封闭式普通股票型基金全部下跌。周净值平均下跌2.94%，平均价格下跌2.06%，平均折价率为9.32%，折价率持续小幅收窄。从净值表现来看，长城久嘉封闭跌幅最小，周净值下跌1.68%。随着封闭运作期结束，选择合适基金把握封转开机会亦不失为一种良好的投资渠道。

纳入统计的29只封闭式普通债券型基金（一级）上周全部下跌，周净值平均下跌0.43%。其中，富国天盈债券分级表现最为抗跌，周净值下跌0.09%。价格方面，封闭式一级债基平均价格下跌0.05%，平均折价率0.99%，折价率较上周基本持平。纳入统计的27只封闭式债券型分级子基金（进取份额）上周表现不佳，周净值平均下跌1.11%。（银河证券）



■金牛评委特约专栏



□海通证券 娄静

投资者在选择基金的时候一般喜欢查看历史业绩，历史业绩自然是投资能力的表现，但有些业绩却未必能持续，我们实证研究发现换手率越高的基金业绩表现较差的概率越大，换手率处于中低水平的基金表现最优。通常我们使用换手率来衡量基金投资组合变化的快慢和判断基金的投资操作风格。换手率低，说明基金的投资组合变动较少，投资风格相对稳健，注重通过买入持有的策略给投资者创造回报；换手率

高，则说明基金的投资组合变动较快，投资风格更加灵活主动，注重通过波段操作来增加基金的收益。那么究竟换手率高好还是低好呢，是不是基金经理越勤奋就越能获得较高收益呢？

基金换手率越高，长期业绩越差的概率较大。为了分析单只基金业绩与换手率之间的关系，我们计算了开放式主动股票混合型基金历史业绩与换手率的相关系数。长期来看，2007年至2012年的6年中，基金业绩与其换手率的相关系数为-0.19，表现出较弱的负相关性，显示出换手率较低的基金长期业绩好的概率较大。这说明基金经理太“勤奋”并不是一件好事。

牛市换手率越高业绩越差的概率较大。分年度来看，2007年至2012年各年度，基金业绩与其换手率的相关系数依次为-0.27、-0.35、-0.35、0.01、-0.10和-0.11。显示出在2007年和2009年的牛市行情中基金换手率与业绩负相关性最强，说明牛市中最重要的是坚持买入并持有才能获得更好收益。而在2008年和2010年的大熊

市和大结构市中，换手对业绩有一定促进作用，而在2011年和2012年这种小熊市和小结构市中，换手率和业绩的关系不大，仅表现出微弱的负相关。

是不是换手率越低，基金经理业绩越好呢？数据显示并不完全是这样。我们将基金依照换手率由小到大进行分档，每档包含20只基金（最后一档包含25只基金），对每档基金的长期业绩进行平均。可以看到，平均业绩最好的为换手率在较低的第3档和第4档的基金，6年业绩平均分别为67.3%和65.7%。这部分基金的年换手率区间为1.91-2.41。换手率最低的基金平均业绩相对于最佳区间基金组合略低。换手率高于中等水平的基金（第5档以上）业绩明显较弱。可见换手率中等偏低的基金表现出了较好的长期业绩。

如何解释这一现象？我们认为换手率过高的基金在投资上习惯于对市场及个股中短期的走势做出判断，继而改变投资组合，但中短期的判断难度较大，判断次数增加后失误次数也会随之增

加，带来业绩的波动。换手率中等偏低的基金采取稳健的投资策略，往往在进行股票操作时已经经过相对仔细和成熟的思考，因此长期业绩较好。而换手率最低的一类基金往往是投资风格固定，对市场跟踪不足的基金，他们坚守自身的投资理念，长期获得了不错的回报，但固定的风格也导致他们对不断变化中的市场缺乏应变能力，造成长期业绩不如换手中低的基金。

基金换手率反映的是管理人的投资风格，但另一方面投资风格也通常会受到基金规模的影响。受股票流动性的制约，规模较大的基金在更换股票时难以做到与小规模基金一样的速度，因此规模较大的基金整体换手率低于规模较小的基金。从历史数据来看，2007年至2012年，基金换手率与其平均规模的相关系数为-0.54。该数据在历史上各年度都保持稳定，印证了基金规模对换手率产生的影响。因此总体上看，基金业绩受到基金换手率和基金规模双方面的影响，同时基金规模也会对换手率产生制约。

■操盘攻略

均衡配置 逢低布局

□民生证券 闻群 王静进

进入10月，在政策改革红利、经济数据持续好转、流动性中性偏紧以及美国QE退出预期等多重因素影响下，A股市场继续震荡。

国家统计局18日公布了三季度的宏观经济数据，2013年三季度GDP同比增长7.8%，环比增长2.2%；9月，规模以上工业增加值同比实际增长10.2%。社会消费品零售总额同比名义增长13.3%。1月至9月，全国固定资产投资同比增长20.2%。经济数据符合预期，显示经济企稳态势明确。9月CPI同比上升3.1%，升幅高于8月份的2.6%，通胀压力显现，财政货币政策放松的空间有限，经济增速难以再创新高。数据同时显示，10月汇丰中国制造业PMI新订单指数为51.6。

流动性方面，财税缴款、央行继续暂停逆回购以及月末临近导致近期资金持续收紧。根据首批公布三季报的近20家基金公司来看，基金普遍预期四季度经济难以有明显起色，金融去杠杆的节奏将继续。此外，IPO重启、美国QE退出预期压制市场走势，预计市场或仍将维持震荡的格局。临近十八届三中全会，各类改革预期如国企改革、金融改革、自贸区等主题投资有望继续演绎。

大类资产配置

在流动性趋紧、通胀隐现以及政策真空期阶段，建议投资者继续维持均衡配置，在阶段性低点把握低成本减仓时机适度提高权益类品种的配置比例。具体建议如下：积极型投资者可以配置20%的主动型股票型和混合型基金（偏积极型品种），20%的主动型股票型和混合型基金（偏平衡型品种），15%的指数型基金，15%的QDII基金，30%的债券型基金；稳健型投资者可以配置25%的主动型股票型和混合型基金（偏平衡型品种），10%的指数型基金，10%的QDII基金，35%的债券型基金，20%的货币市场基金或理财产品；保守型投资者可以配置10%的主动型股票型和混合型基金（偏平衡型品种），40%的债券型基金，50%的货币市场基金或理财产品。

偏股型基金：
均衡配置 逢低布局

目前是上市公司披露三季报的密集期，前期的强势股或将出现分化，有业绩支撑的个股有望继续强势表现，而部分高估值、业绩不达预期的题材个股则将估值回归。在反复震荡的市场行情中，基金的择时操作变得尤为困难，目前市场行业轮动的博弈很可能加剧，热点切换频繁。因此，我们

建议投资者在保持均衡风格配置的基础上，进一步精选选股能力出色的绩优基金。基金风格方面，适当增配中长期业绩持续良好且在震荡市中有较好表现的价值风格基金。具体来看，我们建议投资者逐步转向防御型配置，以消费服务行业为基础，兼顾业绩明确的成长主题板块，可重点关注重配食品饮料、商贸零售、医药、农林牧渔等非周期行业的基金，主题方面可关注侧重于大气环保、信息安全、互联网运用等题材的基金。

固定收益品种：
关注权益投资管理能力

经济增速放缓，通胀压力超预期，央行暂停公开市场操作致使资金价格上行，债券市场整体来看利空偏多，加之金融机构仍在去杠杆以及利率市场化进程加快，短期债券市场难以走出趋势性行情。信用债经过三季度的调整后，低等级信用债面临的信用风险加大，行业和个券之间的分化加大。建议投资者规避重配中低等级信用债的债券基金，重点关注权益投资管理能力出色的偏债基金以及转债基金。稳健型投资者继续以分级债基A类份额、流动性较好的理财债基等固定收益类品种作为核心配置以获取绝对收益。

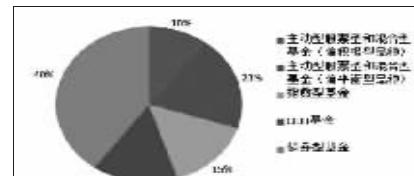
10月资金面难言宽松，货币

市场基金收益率与资金利率休戚相关，因此货币市场基金收益率有望水涨船高。此外，收益稳健、波动性小的货币市场基金使其成为弱市中资金的避风港。建议投资者关注货币市场基金的短期配置价值。投资者可根据基金规模、历史业绩稳定性、组合风险度、管理人固定收益品种管理能力等指标选择相对优秀的货币市场基金，如华夏、南方、嘉实等基金公司旗下的货币市场基金。

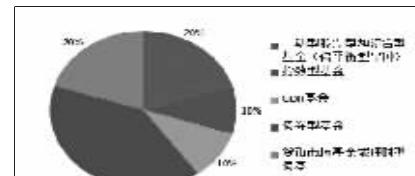
封闭式基金：
关注消费类分级股基B类

多只封基的剩余运作时间已不足半年，短期的投资获利空间已经打开。当前A股市场参与情绪仍属高涨，投资者可逢低介入部分临近到期、投资管理能力突出、折价优势明显的传统封基。宏观经济继续大幅改善的动力不足，改革的方向尚不明确，在三中全会之前市场将处于政策真空期，A股走势或较为平淡，场内投资者可重点介入防御性较好的消费类分级B类份额，主要可关注的品种有中证内地消费主题、中证800医药等指数以及主投消费行业的主动分级股基如银华消费。债券分级基金方面，鉴于券种收益率高位震荡及利率债供给压力不减等因素短期仍将继续困扰债市，分级债基交易机会不大，建议投资者回避B类份额。

积极型投资者配置比例



稳健型投资者配置比例



保守型投资者配置比例

