

# 赎回压力制约基金展拳脚

国盛证券研发中心 王剑

在近期的市场行情中,基金再度成为了拉高的主力,特别是新年元旦后招商银行的跳空上涨则是推动新年行情的重要因素。就现在的市场状况来看,基金处于较为关键的时刻,是拉高择机出局,还是继续走高。毕竟从长期来看目前的点位依旧不高,是长期的底部位置。基金如何选择,其资金状况将是一个重要的决定因素,以往每逢净值上涨就出现的赎回压力可能制约基金大展拳脚。

## 基金动向受制资金状况

回顾本轮行情,基金持股中有两个重要的品种对行情起到了关键的作用。一个是被多只基金持有的中国石化,正是由于该股去年11月的走高带动了整个石化板块的走强,并且进一步使大盘股指得到了企稳,起到了止跌的作用。而第二只具有重要意义的个股是招商银行,它在新年后开盘的涨停走势直接激发了市场的人气,是股指连续拉升的关键品种,可以说这两只基金持有的重仓个股是本轮行情的关键。

进一步分析可以发现这两只个股所代表的意义却不相同,中国石化的走强是由于石化行业的景气,石化企业的业绩有望出现较大幅度的上涨,特别是年报即将公布的时候,对业绩的追逐无疑选择石化个股是最为理想的代表,它的旗号是业绩增长。而招商银行上涨的直接动力来自于股改带来的投资机会,而银行个股更是由于宏观经济增长带来的良好预期以及人民币升值的现实利益,使基金将其作为股改个股的龙头进行拉高。所以盘面中可以发现,那些2005年业绩有望实现大幅增长及存在股改对价含权的个股是市场的主流热点,也可以说2005年的业绩实际上已经开始了。

但要指出的是,虽然基金有意启动市场的行情,希望市场好转,但客观的事实却会限制行情的高度和空间,使大盘指数未来走大幅度有限,因为从整体上看,2005年上市公司

的经营业绩将下滑,并且2006年也很难出现改善,延续下跌的可能性会比较大,所以可以炒作的品种有限,难以掀起持续的大力度行情。同时目前股票基金持股比例已比较高,去年三季度末期平均持股比例超过70%,因此基金只可能通过调整品种的策略,集中资金来制造局部热点,所以这就决定了仅靠基金本身只能掀起阶段性的局部行情,无力制造太大的行情。

## 净值上涨可能诱发赎回潮

目前的关键是基金的资金状况,这主要受制于其申购赎回的情况,如果市场在好转的时候,基金持有人逢高出局减仓,基金份额减少,将会导致基金被迫采取抛售的策略。就以往来看,由于长期的熊市走势,市场中不少基金投资者都采取了波段操作手法,也就是当基金净值拉升走高之后,往往会逢高卖出,在回调到一定的水平之后又会买入作价差。所以可以肯定的是本次行情走高的时候,部分基金投资者会采取逢高出局的策略。

而实际上本轮行情以来,股票基金净值确实有较大的涨幅,前期逢低参与的投资者都有丰厚的收益。据不完全统计,股票基金去年10月底以来就有38只基金的净值增长率超过10%,其中融通深证100、南方高增、融通新蓝筹等的净值增长率超过15%。而依以往经验,这种净值的高速增长往往带来的是较大力度的赎回,如南方高增基金的份额就从2005年9月底的10

亿份降低到5亿份的水平,这表明基金的净值增长确实引发了其规模的缩小。但与以往相同的是,市场的向好也会吸引资金的参与,但主要是进入那些净值不高的基金,这样那些大盘基金就由于规模过大净值增长较慢导致份额的扩大,典型的就是海富通股票基金的份额就从2005年三季度末期的74亿份增长到105亿份,但一旦这些基金的净值上涨到一定的水平也会将面临赎回的压力。

## 形成良性循环需承受抛压考验

基金整体的份额目前是整体保持稳定的水平,但当整体净值到达一定的高度,有可能会引发规模较大的赎回,这样就会引发基金的抛盘出现。但如果市场承受住抛压之后,股指继续向上走高,显现出牛市确立之势,则又会吸引许多资金回头进行大规模的申购。而目前则是考验时期,如果市场再度大幅走强,就会彻底激活市场,吸引更多的增量资金参与,从而形成市场上涨到资金增加申购的良性循环。

就目前市场的个股机会来看,股改含权仍将是主流热点,因此投资者可以重点关注那些被基金持有的将要进行股改的个股,特别是那些停牌个股有较强的补涨要求,如龙溪股份、粤高速、中信海直、盐田港、兰花科创等。预计今后一段时间内股指仍将保持强势,个股会保持相当的活跃度,个股机会较多,基金持股仍是市场关注的重点品种之一。

2005年10月28日探底以来表现最好的基金持股

股票代码	股票名称	最大涨幅	股票代码	股票名称	最大涨幅
600547	山东黄金	80.29%	600183	生益科技	71.46%
000970	中科三环	70.83%	000911	南宁糖业	66.6%
600360	华微电子	63.31%	600584	G苏长电	60.89%
600479	G千金	57.97%	000933	G神火	57.47%
600410	华胜天成	54.49%	600497	驰宏锌锗	54.31%
600366	G翻升	53.35%	000528	桂柳工	52.37%
000069	华侨城	51.75%	000807	云铝股份	50.68%

## 光大保德信认为

# A股进入长线投资区域

本报记者 徐国杰 上海报道

光大保德信基金管理公司日前发布的“2006年投资策略报告”认为,虽然宏观经济和企业盈利将面临较大的不确定性,但A股市场的未来却日益明朗。

2006年,A股市场的主题将不再是单纯的“成长”或是简单的“防御”,而是“转型”。在资产配置上,建议提升A股的配置比例;投资风格上,在继续寻找低估的优质股票的同时,注意发掘“转型”带来的投资机会;坚持“自下而上”地优选行业和公司,深度研究、稳健投资,为投资者获取长期回报。

## 市场结束下跌趋势

报告认为,2002年开始的中国新一轮经济周期,由于面临资源、环境的约束和国际市场容量的限制,难以继之,“转型”已成为中国社会的共同呼声。一方面,从追求速度为主转向速度和效益并重,核心是提高生产效率;另一方面,面对社会分化日益加大的现状,对现有利益分配格局进行调整,使得改革和发展的成果为更多人分享。

作为经济子系统的证券市场,已经并且正日益深刻地受到这场转型的影响,市场将提前反映制度的改良和生产效率的改进。而且,中国股市自身的转型也正进入高潮,转折出现的契机正渐行渐近。可预见,2006年将是中国经济走向复兴的开始。A股市场将出现诸多积极因素,将

推动股市结束持续5年的下跌趋势,市场有望进入构筑长钱底部的新阶段。

光大保德信预计,今年中国经济仍将平稳增长,上市公司的业绩可能下降5-10%,但H股的回归将改善这一状况。同时由于市场处于牛熊交替的敏感时期,投资者的情绪变化对市场有着重要的影响,市场很可能出现明显的短期波动。

## A股已入长线投资区域

报告认为,A股市场将由“泡沫市场”向“投资市场”转化。经过5年的漫长熊市,A股股价逐渐回到长线投资区域。考虑到股改效应,A股绩优公司的估值水平已经与国际市场基本接轨,A股/H股的比价也处于历史性的低点,A股市场系统性的泡沫基本挤压完毕,从长线投资的角度看,战略布局阶段已然来临。

其次,随着银行、电信等特大型国企的“海归”,A股周期类公司过多的局面将得到改变,A股主导市场的地位将回归。一方面,A股对中国经济的代表性将增强,投资人能更多的分享中国经济高速成长的果实;另一方面,上市公司整体业绩波动降低,从而使得A股指数的波动性明显降低。

对于股改和“新老化断”的进程,报告预计明年中期市场将恢复融资功能,新的IPO将带来新的投资机会,A股将结束边缘化的尴尬境地。全流通使得全体股东的利益首次趋于一致,股改增值将替代融资圈钱成为实

现大股东利益的主要方式,这将明显提升A股的投资价值;此外,如果能将市值增长纳入国企绩效考核体系,则将对市场是一个很大的推动。

报告还指出,产业资本、QFII、社保、保险资金、养老金等不同风险收益特征的投资者加速入市,竞争将使得机构投资者的行为更加理性,对公司核心价值的深度挖掘、对优质筹码的长期持有,这些成熟市场的做法也将日益被A股投资者接纳,先行者将获得超额收益。此外,A股市场由封闭走向开放,随着全流通成为现实,QFII和即将推出的QDII,都使得A股市场不再是一个完全封闭的市场,大门正缓缓开启。A股和H股的联动正明显增强,这是投资者分析市场不容忽视的一个因素。

## 继续看好地产、黄金和新材料

报告表示,从行业的角度看,尽管今年整体经济增长有所降温,但地产、黄金和新材料仍是被继续看好的主题。而目前处在谷底中的玻璃、电解铝和造纸行业,特别是其中的优秀公司,也存在长期的投资机会。在选股方面,光大保德信认为,规模最大不一定最好,盈利恢复的爆发能力、资产质量和公司治理的改善程度是应被看重的指标。

此外,光大保德信认为,投资银行股票仍有较好的收益预期;煤炭行业则走入下降通道;高速公路行业将在超跌后得到价格修复;IT业则处在缓慢回升阶段。

## 因代码转换技术需要

# 海富通三只基金暂停交易

本报记者 王子芳

海富通基金有关人士昨日表示,海富通旗下的海富通精选、收益增长和货币市场三只基金于1月12日、13日两天暂停申购、赎回和转换业务,缘于为适应“上证基金通”业务而实施基金代码转换的技术要求。基金代码转换结束后,三只基金的申购、赎回和转换业务将重新开放。

上海证券交易所去年7月正式推出“上证基金通”业务,即通过交易所场内办理开放式基金的认购、申购、赎回等业务。根据该业务规则规定,在上证所场内挂牌交易的基金,基

金代码必须是519开头。在此情况下,海富通与注册登记人、上证所、托管行和各代销机构商定,于上述两天对这三只基金的代码进行调整。因代码转换的技术要求,三只基金在代码转换期间必须暂停申购、赎回和转换业务两天。

此次调整后,海富通上述三只基金通过所有渠道进行的所有交易都将按新代码进行,老代码只能用于查询历史交易,基金的参数和费率则不变。另外,去年7月底成立的海富通股票基金由于代码不存在转换问题,早于当年9月12日起即开通了“上证基金通”业务。

## 嘉实基金指出

# 2006市场有望稳中走强

本报记者 王军 北京报道

日前,嘉实基金发布2006年度投资策略报告,报告指出经济结构调整成为2006年经济发展的主旋律,证券市场有望稳中走强,人民币升值、股市的对外开放都将使A股估值水平上升,并购将成为证券市场的重要主题之一。同时,盈利增速的放缓可能使得部分行业的走势受到影响。

## 紧抓三个重点主题

2006年的宏观投资策略,应该紧紧抓住经济结构调整、需求拉动、转变经济增长方式这三个重点主题,进行投资资产配置和行业个股选择。针对产业结构调整主题,应当规避过剩行业风险、选择行业内的长期强者进行投资,并充分把握兼并收购带来的投资机会;对于需求拉动主题,充分关注商业、金融服务业、房地产业以及政府加强基础设施投入和政府支出直接受益的机械设备制造行业和公用设施行业;对于转变增长方式主题,继续看好新能源、循环经济相关的行业 and 重点公司;对在贸易结构调整中部分资源、原材料加工产品出口将面临下滑受损的行业回避,同时对人民币稳步升值带来的整个A股投资价值的提升和对航空、金融、房地产等相关行业带来的投资机会。

## 增持三大行业

在报告中嘉实基金对于三大行业给出了增持的建议。

一是银行业。宏观经济2006年仍将处于良性运行状态,较高的名义GDP增速和较低的CPI增速有利于银行业的稳定经营。随着外资银行战略投资者的引入,国内银行的盈利模式逐渐改善,促进盈利水平的提高。银行业整体在2005年实现不良贷款率和不良贷款余额双下降,预计这种趋势将持续下去,嘉实表示整体看好银行业,看好具备良好的零售业务基础,在中国具备竞争力和长期价值的银行。

二是机场业。2005年机场行业稳定增长1-10月份国内机场起降架次增长12.1%;主要枢纽机场业务指标均保持了稳定增长的态势,嘉实认为2006年机场各项运营指标还将保持平稳增长。近期,民航总局下发了《民用机场收费改革方案(征求意见稿)》,对机场收费费率进行了多项调整,有利于枢纽机场公司提高盈利能力。综合考虑事件影响、盈利增长及估值水平,嘉实看好机场业。

三是科技、电讯服务及设备制造业。嘉实表示在经历了2005年电信业固定资产投资的低潮之后,2006年3G的启动将拉动整个行业的发展。电信产业链条上各个环节的厂商都将出现增长,而行业龙头的增长将最为明显。国内电信设备制造业的龙头,将从3G的启动中受益最多。

## 投资机会集中三个方面

展望2006年,嘉实基金认为市场的投资机会主要集中在以下三个方面:

一是优质股票的估值水平有望提升。目前A股估值水平已经低于绝大多数新兴市场,过去几年对估值泡沫的挤压有矫枉过正之嫌,2006年有望通过重估而获得提升的机会。二是并购带来的投资机会。2006年产业资本借助股票市场开展并购的比例会大幅提升,部分价值被明显低估的上市公司将由于产业资本的青睐而获得投资机会。三是金融创新将为市场带来新的盈利模式。随着新证券法的颁布和实施,股票市场的金融创新有望得

## 企业年金知识介绍系列之二十三 资产托管

# 企业年金的重要制度设计

中国农业银行托管业务部 邓剑军

企业年金基金管理机构资格认定名单公布后,按照《企业年金基金管理暂行办法》的有关规定,我国的企业年金市场正式启动。《试行办法》详尽地规定了企业年金基金各管理人之相互关系,包括信托关系、委托关系及资产独立托管原则等重大的制度安排。需要强调的是,企业年金基金资产必须由第三方托管的制度安排是我国企业年金基金设计中的重要内容,也是保障企业年金基金资产独立性与安全性的必然选择。

第三方独立托管人制度是指通过选任合格的管理机构(目前国内具有企业年金基金托管人资质的管理机构全部是商业银行)担任托管人,将企业年金基金资产交付托管人保管,并负责办理基金资产的会计核算、资金清算、投资监督、绩效评估等证券投资基金业务的后台操作事宜。该制度的核心效能是要分离证券投资业务与后台清算业务,分离交易管理与资金管理,从而最终实现企业年金基金的投资管理人与托管人相互监督、相互制衡的制度效应。从企业年金基金运行规则的内涵上看,资产独立托管制度具有以下四个特点。

一、托管人与投资管理必须实现完全分离。投资管理人仅能负责基金资产的投资决策,而无法实际占有与处分基金资产,这从根本上消除了管理人挪用基金资产的可能性。与此同时,托管人对基金资产的管理与处分必须完全依据投资管理人的有效投资指令。另外,为充分保障企业年金受益人的合法权益,托管人和投资管理人之间也相互独立,即托管人与投资管理人不不得是同一人,他们二者之间不得相互出资或持股,其高管人员也不得在任何其他当事人中担任任何职务。

二、托管人的核心职责是对投资管理

的投资运作进行监督。托管人要依据《企业年金基金托管合同》和国家有关法律、法规,采用日常监督、定期报告和临时报告等方式,对企业年金基金投资范围、投资比例、年金基金财产会计核算与估值、投资管理人报酬与托管费的计提与支付、年金基金收益分配等行为的合法性、合规性进行监督和核查。托管人有权拒绝实施违规、违法投资活动。

三、有资产托管的年金基金资产必须与托管人自有资产相互分离。针对企业年金基金信托财产独立性的要求,托管人须以企业年金基金名义开立企业年金基金财产专用存款账户,即受托资产托管专户,并将基金财产存入该账户,还须以企业年金基金名义在证券交易所开立专门的证券账户,从而实现专户管理。同时,托管人还必须成立独立的基金托管部,使托管资产与信贷资产严格分开,年金基金托管资产与其他托管资产分开、不同年金基金托管资产分账管理。

四、托管人对年金资产的资金流实行全封闭管理。从企业年金基金成立到投资运作的整个过程中,只有托管人才能“碰到钱”。年金缴费时,企业和个人将缴费资金直接划入托管专户;年金待遇给付时,托管人直接将资金划入个人账户;年金投资运作时,托管人于每日闭市后直接从上海和深圳证券交易所接收企业年金基金投资交易数据,根据此数据进行年金资产估值,并通过电子化平台直接从中国证券登记结算公司接收年金基金投资清算数据,根据此数据进行资金清算。

