

■全景扫描

一周ETF  
A股ETF连续三周规模缩水

上周市场再度高位震荡，上证指数周涨幅达0.63%，场内ETF逾六成收红。上周上市的三只景顺行业ETF均遭遇大幅净赎回，三只基金合计缩水9.7亿份。其余A股ETF上周整体净赎回27.465亿份，连续三周整体净赎回。

上交所方面，上证50ETF上周净赎回2.46亿份，周成交31.98亿元。景顺食品、景顺TMT和景顺医药上市首周规模分别缩水2.23亿份、3.86亿份和3.61亿份。

深交所方面，深证100ETF上周净赎回10.56亿份，期末份额为180.25亿份，周成交额为10.83亿元。ROFII方面，博时FA50、嘉实明晟50、华夏中华八十上周期末份额分别增至16.53亿份、2.27亿份和0.909亿份。（李菁菁）

ETF融资余额周增逾24亿元

交易所数据显示，截至8月21日，两市ETF总融资余额较前一周增长2444亿元，达482.42亿元。其中，两只沪深300ETF融资余额增长就达18.44亿元。ETF总融资余量小幅提升至6.19亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为34.91亿元，周融券卖出量为15.97亿份，融资余额为419.04亿元，融券余量为2.77亿份。其中，上证50ETF融资余额为138.86亿元，融券余量为0.56亿份。

深市ETF总体周融资买入额为9.19亿元，融券卖出量为3.98亿份，融资余额为63.38亿元，融券余量为3.42亿份。其中，嘉实沪深300ETF融资余额为51.41亿元，较前一周环比增长5.70亿元，融券余量为1.05亿份。（李菁菁）

一周开基  
标准股基净值上涨1.31%

上周上证指数报收2240.81点，周上涨0.63%。标准股基净值上涨1.31%，其中主动管理型基金整体好于指数型基金。海通证券数据统计，392只主动股票型基金周净值平均上涨1.60%，263只指数型股票基金净值平均上涨0.88%，362只主动混合型开放式基金平均上涨1.07%，13只主动混合封闭型基金净值平均上涨1.23%。QDII 股票型基金表现较好，上涨0.77%，QDII债券型基金略逊，上涨0.10%。债券基金方面，指数债基上周净值上涨0.03%，主动封闭债券型基金上周净值上涨0.30%，主动开放债基净值上涨0.22%，其中纯债债券型、可转债债券型、偏债债券型、准债债券型涨幅分别是0.26%、0.63%、0.27%、0.20%。短期理财债与货币基金年化收益均在4%以上。

个基方面，主动股票型基金中，泰达市值优选表现最优，上涨4.01%。指数型股票基金中融通创业板表现最优，上涨4.96%。ODII基金中表现最好的是国泰美国房地产，上涨4.43%（截至2014年8月22日）。（海通证券）

一周封基  
中欧盛世成首只上折分级

股市大小盘分化，对应成长风格基金好于价值风格基金。截至2014年8月22日，纳入统计的10只传统封基净值多数上涨，周净值平均上涨1.51%。二级市场表现较弱，平均上涨1.35%，二级市场弱于净值的表现使得折价率近几周持续扩大，当前平均折价率为11.62%。股票分级基金母基金多数净值上涨，平均幅度为1.28%，结构市行情中主动管理能力强的主动分级——中欧盛世成长单周净值涨幅高达5.41%，表现最优，中欧盛世成长今年以来持续良好的表现也使得该基金在上周五触发了向上到点折算，成为国内首只上折算的分级基金。

债市延续优异表现，非分级封闭式或定期开放式债券型基金净值二级市场普涨，净值平均涨幅为0.21%，二级市场表现强于净值，平均价格上涨0.47%。（海通证券）

■金牛评委特约专栏

牛市震荡市低换手率有利基金业绩



□凯石投资 姜静

投资者在挑选基金的时候，都希望基金经理勤奋敬业，时刻紧跟市场，努力抓住一切市场机会。但证券市场是非常复杂的，它可以容纳非常多不同类型的投资理念，可以是价值风格的，也可以是成长风格的，可以是基本面投资的，也可以是量化投资的，甚至是纯技术面的投机派。无论哪一种投资理念，都有表现非常优秀的基金经理。对于某一种投资理念来说，当它契合市场的时候表现非常突出，但有的时候却与市场背离，表现落后。那么，当市场与基金经理的投资理念差异较大的时候，基金经理究竟是隐忍坚持好，还是跟随市场相机而动好呢？跟随市场频繁变更的基金经理通常换手率也较高，而能够忍受寂寞的基金经理换手率通常较低，下面我们就来研究股票换手

□招商证券 宗乐 顾正阳

上半年，中国经济整体运行较弱，市场也难有大起色，整个上半年沪深300指数下跌了7.1%，而创业板也经历了较大幅度的冲高回落。进入下半年，随着沪港通政策和各地对房地产放松限购之后，大盘迎来了一波强劲的反弹，创业板也接力上涨，截至8月22日收盘，沪深300指数较年中反弹了9.2%，创业板指数也有4.1%的涨幅。

7月份的反弹主要由政策层面的利好和对经济基本面的乐观预期推动。由于限购导致的地产投资下行速度过快，各地政府纷纷解除限购，力求保经济。市场对经济回暖的预期上升，做多情绪高涨，加上沪港通政策带来的流动性好转的预期，大盘蓝筹引领了这波反弹。

沪港通即将开启的不断预热，吸引大量的资金涌入蓝筹股。由于内地大盘蓝筹估值相比港股而言相对偏低，而海外投资者又青睐这类基本面稳健、现金流良好的大盘蓝筹标的，所以促动了蓝筹股的估值修复行情。

然而从经济基本面看，回暖的基础仍然十分薄弱。根据国家统计局2014年8月13日公布宏观经济数据：2014年7月份，规模以上工业增加值同比增长9.0%，社会消费品零售总额同比名义增长12.2%（扣除价格因素实际增长10.5%）；2014年1月至7月，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长17.0%。投资

率和基金业绩的关系。

我们将基金的换手率分成高、中、低三档，并以这三档的基金等权重构建三个组合，考察这三个组合的累计业绩以及不同市场行情中的表现，这样处理的好处是消除了基金经理投资能力差异的影响，因为不同换手率的组合中均包含了投资能力好和差的基金经理。考虑到基金操作方式的不同，我们主要以主动管理的股票型基金和混合型基金为样本，实证区间是2005年至2013年，计算频率为年度。

首先，从长期累积业绩来看，低换手率组合累计业绩表现最好，高换手率组合表现最差。在2005年至2013年的9年间，低换手率组合的累计业绩表现最好，累计收益为386%，显著超越高换手率组合263.77%的收益。当然，换手率并非越低越好，如果我们按照换手率将基金分为十档（第十档为最低换手率，第一档为最高换手率），可以发现，换手率较低的几档组合收益率都比较高，而且收益率最高的是第七档，而非第十档。换手率较低在一定程度上表明基金经理坚持自己投资理念的定力更强，从长期来看这种做法是有益的。

其次，换手率对业绩的影响还与市场行情有关，不能一概而论。虽然从长期来看，过高的换手率并没有带来高收益，但我们也

关注蓝筹风格与新兴成长基金

累计增速回落0.3个百分点至17.0%，低于市场预期，资金来源各项指标均回落与同期社融数据大幅下吻吻合。从分项看，地产和制造业投资下滑继续拖累总体投资增速，基建投资在定向稳增长政策作用下仍保持高于总体投资增速的水平，发挥托底作用。房地产开发企业融资渠道数据有微弱改善，或因需求端调控政策短暂改善现金流，但受销售持续下降影响，地产投资下滑趋势难以改变。

另外，汇丰银行（HSBC）于2014年8月21日公布的2014年8月汇丰中国制造业采购经理人指数初值为50.3%，较2014年7月终值环比下降1.4个百分点，结束3个月回升势头，明显低于路透调查的51.5%的均值，汇丰PMI动量指标持续转弱，显示经济复苏并未如预期般顺利。并且，8月就业指数回落和前期中采PMI就业指数回落一致，反映前期经济企稳基础不牢靠。2季度经济弱企稳和就业高峰期已过或有利于3季度就业整体的回升，但实际产出与潜在产出的差距将制约就业向自然失业率回升的力度。

综上所述，未来A股市场的走势也将由经济企稳的势头和政策推动所决定。地产领域的风险仍然是经济回暖的重大不确定因素。虽然各地放松限购，对市场的影响也仅是预期层面，地产成交和投资并没有显著回升。并且，随着销售旺季的到来，很可能销售数据将低于预期，经济回暖的逻辑可能会由于经济数

发现换手率对业绩的影响并非一成不变。我们将市场分为四类，牛市（2006年、2007年、2009年）、熊市（2008年、2011年）、震荡市（2005年、2012年）和结构性牛市（2010年、2013年），实证结果表明，在牛市和震荡市，低换手率组合表现最好，最差的是高换手率组合。这个结论不难理解，牛市中各种股票轮番上涨，贵在持有，而震荡市各种股票涨跌幅度有限，机会很难把握，没有操作空间，所以在这两类市场乱动反而容易降低收益；而在结构性牛市，收益最高的是高换手率组合。因为这种市场牛股和熊股并存，个股之间冰火两重天，如果能顺应市场相机而动，容易捕捉到较好的投资机会，而坚守熊股则会落后。在熊市中换手率对业绩几乎没有影响，因为这类市场泥沙俱下，绝大多数股票都没有投资机会，除非减仓，否则无论如何换股都难产生超额收益。

综上所述，长期来看，低换手率的基金表现更好一些，这说明基金经理坚持自己的投资理念是有价值的，尽管有的时候某些投资理念并不适合某一段市场，能够跟上市场顺应变化固然可贵，但能够做到这一点基金经理少之又少，更多的基金经理在不适合自己理念的市场中盲目操作，反而容易乱了阵脚。对于基金投资者来说，当您持有的绩优基金在某个时段业绩

表现不佳时，也要多一份耐心。当然，换手率也并非总是越低越好，与市场的行情阶段有关，牛市、震荡市贵在持有，而结构牛市适当动起来收益会更好。因此，尽管换手率指标在挑选单只基金时可能不具备显著指导意义，但是在构建组合时，在业绩评价之外，可以综合考虑持有期长短、市场行情以及换手率指标筛选基金往往能获取较好的收益。

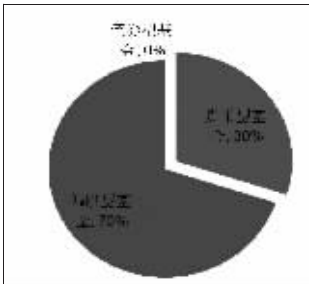
基金组合	收益率(%)
第十档	397.57
第九档	393.74
第八档	366.16
第七档	405.09
第六档	307.83
第五档	286.23
第四档	262.43
第三档	320.75
第二档	274.16
第一档	226.57
牛市高换手	601.26
牛市中换手	703.63
牛市低换手	817.23
熊市高换手	-60.35
熊市中换手	-61.09
熊市低换手	-60.78
震荡市高换手	6.35
震荡市中换手	9.18
震荡市低换手	10.51
结构牛市高换手	24.02
结构牛市中换手	22.27
结构牛市低换手	22.26
累积高换手	263.77
累积中换手	317.47
累积低换手	386

据不佳而被证伪。相比之下，沪港通政策带来的效应仍将对低估值的大盘蓝筹有一定的支撑，延续反弹的动力仍将取决于经济回暖的节奏。

2014年以来债市强势反弹，上半年中债总财富上涨了6%。7月宏观经济数据显示，在经过6月的超预期增长后，稳增长边际拉动效应减弱，7月经济略显疲态。推测M2增速全年维持在13.5%，下半年M2新增量需求4.6万亿，考虑到外汇占款可能持续偏少，总体后续基础货币投放需求可能较大，降准（或者再贷款和PSL等方式）有可能，但同时可以考虑适度提高再贷款额度的方式来调节，因此货币政策仍有结构宽松的运用空间，降息则难推测。政策放松加上更为强烈的信用投放预期，对流动性层面构成一定的不确定性。因此，不考虑其他因素，在稳增长和调结构同时兼顾的目标约束下，总体策略维持相对谨慎。

综合以上分析，我们认为由

积极型投资者的配置建议



稳健型投资者的配置建议

