

■全景扫描

一周ETF

场内ETF逾八成下跌

上周市场再度走低，上证指数周跌幅为1.66%，场内ETF逾八成下跌，中证地产ETF、商品ETF跌幅超过5%，跌幅居前。A股ETF整体净赎回0.451亿份。德国30ETF自9月上市以来规模增涨已接近100%。

上交所方面，上证50ETF上周净申购1.05亿份，周成交30.81亿元；上证180ETF上周净申购1.07亿份，周成交7.94亿元；截至10月22日德国30ETF上市以来规模累计增长3.15亿份，达6.53亿份。

深交所方面，深证100ETF上周净赎回0.312亿份，期末份额为27.96亿份，周成交额为11.38亿元；嘉实300ETF上周净赎回1.17亿份，期末份额为103.05亿份，周成交19.48亿元。（李菁菁）

ETF融资余额增长29亿元

交易所数据显示，截至10月23日，两市ETF总融资余额较前一周增长29.03亿元，达637.41亿元。ETF总融券余量较前一周下降1.89亿份，至3.59亿份。

沪市ETF总体周融资买入额为44.45亿元，周融券卖出量为20.89亿份，融资余额为548.98亿元，融券余量为2.06亿份。其中，上证50ETF融资余额为174.14亿元，融券余量为0.49亿份。

深市ETF总体周融资买入额为7.83亿元，融券卖出量为3.67亿份，融资余额为88.43亿元，融券余量为1.53亿份。其中，嘉实沪深300ETF融资余额为67.15亿元，融券余量为0.74亿份；深证100ETF融资余额为17.71亿元，融券余量为0.30亿份。（李菁菁）

一周开基

股票基金遭遇回调

上周上证指数报收2302.28点，周跌幅为1.66%。海通证券数据统计，402只主动股票型基金周净值平均下跌1.49%，264只指数型股票基金净值平均下跌2.08%，379只主动混合型开放式基金平均下跌0.82%，12只主动混合封闭型基金净值平均下跌0.91%。QDII基金本周表现较好，QDII股票型基金和QDII债券型基金分别上涨1.95%和1.14%。债券基金方面，指数债基上周净值上涨0.48%，主动封闭债券型基金上周净值上涨0.86%，主动开放债基净值涨0.56%。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为0.63%、0.53%、0.59%、0.67%。货币基金与短期理财收益收益有所上涨，年化收益平均在4.51%左右。

个基方面，主动股票型基金中，中银主题策略表现最优，上涨1.18%。指数型股票基金鹏华中证信息技术表现最优。债基方面，鹏华丰信分级表现最优，上涨2.69%。QDII基金中表现最好的是广发纳斯达克100，上涨5.19%。（海通证券）

一周封基

传统封基折价处历史高位

纳入统计的9只传统封基的净值二级市场普跌，周净值平均跌幅为0.93%。其中，净值表现最优的为基金通乾，周净值下跌0.33%，最为抗跌。二级市场表现继续弱于净值表现，平均跌幅高达1.65%，折价率持续大幅扩张，当前平均折价率为12.31%，处于历史折价高位。股票分级基金母基金净值同样不佳，净值平均跌幅为1.99%，两只港股分级成为唯一上涨的股票分级基金母基金，投资国内的股票分级基金则全部下跌，相比之下信息分级最为抗跌。在杠杆放大作用下，股票分级激进份额周平均净值涨幅为-3.90%。债市神话延续，非分级封闭式或定期开放式债券型基金净值多数上涨，净值平均涨幅为0.60%，二级市场表现更强，平均价格上涨0.96%。债券分级基金母基金和激进份额平均净值涨幅分别为0.75%和1.54%。（海通证券）

■金牛评委特约专栏

集中持股基金长期业绩更佳

□海通证券 单开佳 伍彦妮

为了防止公募基金过于集中投资，基金法设定了“双十”原则，规定基金投资于单只股票的比例不得超过资产净值的10%，这使得公募基金势必要做相对分散的组合管理。但是我们可以看到各个基金的操作不完全相同，有的基金10个重仓股占到基金净资产的60%，重仓的个股对基金净值起到决定性的影响，而有的基金前十大重仓股占到基金净资产的比例不足20%，说明重仓股对组合的影响程度较弱。有很多投资者会问哪种基金会更好呢？集中持股的基金是不是表明基金经理对个股特别有把握，所以业绩会很好？而分散投资的基金经理是否是由于对个股了解不深所以业绩差呢？下文将给投资者做具体分析。

在组合管理中，持股集中度是描述上述特征的重要指标。通常而言，集中持股反映基金风格相对积极，分散持股对应基金风格相对稳健。那么持股集中度指标是仅仅反映了基金的风格。

基金长期业绩与持股集中度正相关。由于混合型基金的业绩来源可能有大类资产配置的贡献，而股票型基金则大多以重仓股策略为主，因此我们选取了主动股票型基金这一样本来进行研究。为了有一定的样本量使得统计有效，同时考量尽量选取较长的时间段，我们

不同集中度的基金净值增长情况			
组号	持股集中度排名	净值增长率(%)	持股集中度(%)
1	1~10	136.48	57.36
2	11~20	82.24	50.87
3	21~30	85.74	48.17
4	31~40	67.36	45.62
5	41~50	76.05	42.16
6	51~63	80.08	38.18
全部基金	1~63	87.61	46.64

最终选取了2007年前成立的主动股基进行分析，样本共63只基金。基金持股集中度则采用基金年报与半年报披露的十大重仓股持有市值占基金持股市值比这一指标来统计，对于2007年以来的数据取简单平均值处理。

数据显示，2007年以来，截至2014年9月末，主动股基长期业绩与持股集中度的相关系数为0.31，表现出一定的正相关性，即可能存在基金持股越集中，长期业绩越好的情况。

集中度最高的15%的基金长期超额收益高。为了进一步分析，我们将63只基金根据持股集中度由大至小进行排序，再按照集中度大小次序分为6组，前5组每组包含10只基金，最后一组13只基金。对每组基金计算平均净值增长率和平均持股集中度。

可以看到，第1组（持股集中度排名最高的10只）基金的净值

的增长率和持股集中度大幅超越了其他小组。第2~6组基金的持股集中度差异相对较小，相邻两组的平均集中度差异在2%~4%以内，只有第1组基金的平均集中度领先了第2组6.5%。净值增长率方面的差异更大，第2~6组基金的平均业绩基本在整体平均业绩附近波动（仅第4组落后平均业绩较多），但第一组的平均业绩达到136.48%，大幅超越平均水平48.87%。

集中度最高的十只基金包揽长期业绩前四名。第1组基金业绩大幅超越平均水平是否是个别基金引起的偶然情况？我们提取了第1组基金的详细信息如下表所示。可以看到，该组的10只基金长期业绩整体出色：首先，这10只基金包揽了长期业绩前10名中的5席，完全覆盖了前4名的基金；其次，这10只基金中仅有2只基金落在63只基金业绩的后1/2，8只基金

的业绩均高于平均水平。可见集中度和长期业绩间存在着一定的必然性。

集中度低的基金长期业绩不一定弱。集中度高的基金长期业绩强，但反之并不成立。由上表可以看出，虽然第一组基金业绩大幅超越平均，但集中度低的基金的业绩并没有表现较弱；第6组基金的平均业绩小幅跑输同业，与集中度中等及偏低的第4、第5组基金相比仍然较强。集中度居中的第四组基金业绩最弱，跑输同业平均近10个百分点。

如何解释集中持股的基金长期业绩较好？我们认为可能有以下原因：这部分基金经理由于投资理念相对成熟，自信程度较高，因此敢于集中持股。而投资理念成熟的基金经理往往长期业绩较好；集中持股的基金经理往往对重仓股研究较深入，跟踪较紧密，这两点是采取重仓股投资策略的核心所在，因此这部分基金能够收获较好的长期业绩。

为什么分散持股的基金业绩不弱？我们认为可能出于以下原因：公募基金采取相对排名的竞争方式，敢于在各项指标上（包括集中度）偏离同业的基金，大概率上有其较成熟的投资理念作为支撑。同时这也可以解释，追随同业平均集中度的第4组基金可能在投资理念、逻辑上并不自信，因此长期业绩弱于同业。

■操盘攻略

均衡配置 兼顾风险收益

□招商证券 顾正阳 宗乐

整个三季度，市场在政策面利好营造的良好环境下强势反弹，一方面各地政府解除限购托底地产，另一方面沪港通的开通日益临近，推动大盘蓝筹持续走高，沪深300指数在单季内上涨13.2%，创业板也有9.7%的涨幅。进入10月份，市场冲高乏力，基本保持震荡调整的态势，截至10月24日收盘，沪深300指数较9月底下跌了2.5%，创业板指数下跌了4.1%。

股票市场基金：

把握阶段性主题机会

经济数据迟迟未见起色，而对政策利好的预期也无法再推动市场向上。根据国家统计局2014年10月21日公布宏观经济数据显示，2014年三季度GDP同比增长7.3%，环比增长1.9%，略高于市场预期的7.2%。2014年9月份，规模以上工业增加值同比增长8.0%，社会消费品零售总额同比增长11.6%；2014年1~9月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长16.1%，低于预期。房地产开发企业融资渠道数据再创历史新高，未来地产政策将从过紧回归常态，放松房贷在未来或短期改善房企现金流，但因改革制约大规模刺激政策、人口老龄化等原因，房地产的强“投资”属性短期难以再现，房地产投资难有趋势性改善。

从经济数据来看，四季度改善的可能性较低，通胀短期上行压力虽不大，但受制于货币存量和债务上行提高杠杆率，未来政策空间又受到压制。经济处于即有稳增长诉求但宽松加码亦难实现的时刻，在放松房贷后，总量宽松政策仍会慎用，降准在排序上依然先于降息。

从具体的配置方向来看，低风险的大盘蓝筹板块可作为较好的避险标的，而医药和消费板块也有望取得较好的相对表现。建

议投资者灵活运用各类工具型基金例如行业ETF、分级基金B份额等，把握相关投资主题的阶段性机会，获取短线收益。

债券市场基金：

以获取稳定收益为目标

三季度债市继续稳步上行。今年以来利率逐步下行，推动债市持续走牛。由于经济基本面依旧乏力，随着各项经济数据频低于预期，货币政策仍然有宽松的空间。

展望四季度，宽松预期仍然主导市场，央行货币政策仍将确保流动性稳定偏松的形式，市场资金价格维持低位应是未来的大方向。而央行注资银行再度表明随着经济增速放缓，将会加码定向宽松政策。这些利好仍将确保债市的慢牛格局不变。

低风险类产品方面，稳健型的债券基金可纳入投资者的大类资产配置部分，或可配置债券分级基金的稳健份额代替债券基金，以获取稳定收益为目标。

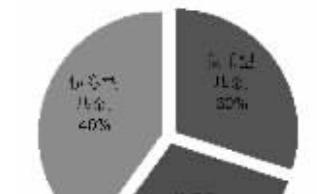
大类资产配置

综合以上分析，我们认为临近年底，经济基本面尚无明显改善迹象，市场对政策预期的敏感度也在降低。且由于三季度股票市场的强劲反弹，一些收入颇丰的投资者“落袋为安”的意愿逐渐增强，因此许多涨幅较大个股或面临回调风险，短期内股票市场整体的风险大于机会。我们认为，后续市场推动力仍取决于经

济回暖的节奏。

从组合的大类资产配置上看，我们建议风险偏好较高的基金投资者保持中等仓位，偏股型基金、债券型基金和货币型基金的配比中枢为5:2:3，而风险偏好较低的基金投资者则应以稳健配置为主，偏股型基金、债券型基金和货币型基金的配比中枢为3:4:3。

高风险基金组合配置



低风险基金组合配置

