



把世界带进中国  
Bring the World to China

# 市场一周看

## MARKET WEEKLY

二〇〇五年三月二十八日

2005 年第 11 期[总第 22 期]

- 光大保德信基金速报
- 光大保德信观点与市场数据
- 基金市场动态
- 互动园地/你问我答
- 光大保德信视窗

 光大保德信基金管理有限公司  
Everbright  Pramerica

客服电话：(8621) 53524620

客服信箱：[epfservice@epf.com.cn](mailto:epfservice@epf.com.cn)

中国·上海延安东路 222 号外滩中心大厦 46-47 层 200002

<http://www.epf.com.cn>

# 光大保德信基金速报

## 光大保德信量化核心基金净值

| 日期      | 20050321 | 20050322 | 20050323 | 20050324 | 20050325 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 基金净值(元) | 0.9234   | 0.9120   | 0.9076   | 0.9112   | 0.9095   |

## 光大保德信观点

### 股票市场综述

本周大盘持续阴跌，最显著的特征是今年以来持续走强的蓝筹股纷纷出现大幅回落，显示出投资者在大盘不断走低的情况下，投资心态已经变得非常脆弱，市场底部的特征明显，未来市场发展的主基调依然是持续释放结构性的股价风险，以此踏实股市良性发展的基础。

### 宏观经济回顾

上周，美联储如市场预期再次加息 25 基点，FOMC 的显示美联储对通胀的担忧有所加强。实际上，上周公布的美核心 CPI 上涨幅度也印证了美联储的担忧。目前，美联储提高加息速度的可能性已经明显增加，而联邦基金利率期货上周的上涨也体现出了市场对此的预期。在此刺激下，美元兑非美货币都有明显的反弹，而美国 10 年期国债收益率则也创出了 9 个月新高。

在人民币盯住美元的汇率安排下，美国利率水平的走高对减轻人民币升值压力会起到一定作用。但值得注意的是，当人民币的升值预期减轻之时，却也恰恰是人民币和美元脱钩的最可能时点。我们认为，人民币汇率机制的改革，将是影响中国 2005 年宏观经济走向的关键因素。如果这一事件发生在上半年，则资本流入会继续支撑目前高涨的国内资产（主要是房地产和短期债券）价格，利率会继续维持在低位，并延长此轮经济周期在顶峰持续的时间。

表 2. GDP 同比增长率（百分比）

| 2004 一季度 | 2004 二季度 | 2004 三季度 | 2004 四季度 | 2004 年度 |
|----------|----------|----------|----------|---------|
| 9.70%    | 9.70%    | 9.10%    | 9.50%    | 9.50%   |

资料来源：光大保德信研究

表 3. 货币供应量 M2

|       | 1 个月           | 2 个月           | 3 个月           | 1 年            |
|-------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| %ΔYoY | -0.18          | -0.49          | -0.09          | -4.63          |
|       | <b>2004/11</b> | <b>2004/12</b> | <b>2005/01</b> | <b>2005/02</b> |
| %YoY  | 14.00          | 14.46          | 14.10          | 13.90          |

资料来源：光大保德信研究，截至 2005 年 02 月

表 4. 工业产出增加值 (2 月)

|       | 1 个月           | 2 个月           | 3 个月           | 1 年            |
|-------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| %ΔYoY | -20.80         | -9.05          | -10.51         | -21.23         |
|       | <b>2004/11</b> | <b>2004/12</b> | <b>2005/01</b> | <b>2005/02</b> |
| %YoY  | 28.19          | 26.14          | 20.90          | 14.72          |

表 5. 进出口数据

| 时间       | 出口      |         |         |         | 进口      |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|          | 2004/11 | 2004/12 | 2005/01 | 2005/02 | 2004/11 | 2004/12 | 2005/01 | 2005/02 |
| 总量(百万美元) | 60,930  | 63,780  | 50,780  | 44,679  | 51,030  | 52,710  | 44,290  | 39,929  |
| %YoY     | 45.90   | 32.70   | 42.20   | 30.80   | 38.32   | 24.50   | 24.00   | -5.00   |

表 6. 全国居民消费价格/工业品出厂价格

|          | 04 YoY | 2005/01 | 2005/02 |
|----------|--------|---------|---------|
| 全国居民消费价格 | 3.9    | 1.9     | 3.9     |
| 工业品出厂价格  | 6.1    | 5.8     | 5.9     |

表 7. 贷款

|           | 2004/11 | 2004/12 | 2005/01 | 2005/02 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 总量(十亿人民币) | 17,899  | 17,736  | 18,108  | 19,572  |
| %YoY      | 13.50   | 11.55   | 11.97   | 19.48   |

## 债券市场综述

国债指数上周出现了小幅回调，微跌 0.24%。货币市场收益率继续在下调超额准备金利率的刺激下下滑。我们认为，除非人民币在近期实现和美元脱钩，否则，在固定的汇率下，随着美国利率水平的不断上涨，目前的国内短期利率水平实际上是不可维持的。而 7 日回购下降至 1.4%-1.5%左右后，也已经接近国内银行的资金成本。如果目前流动性极度宽松的局面出现扭转，则利率的上行不可避免。03 年开始的国内债市暴跌在时间上略为滞后于美国国债的下跌，近期情况与当时亦有类似之处。债券市场不断积聚的风险应引起投资者的足够重视。

表 8. 债券市场表现

| 当日变动  | 当周变动   | 两周变化  | 当月变动  | 三月变动  | 一年变动  | 当年变动  | 年中位置   |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 0.03% | -0.09% | 1.16% | 1.79% | 3.94% | 2.24% | 3.98% | 94.69% |

资料来源：采用上证国债指数 (SETBI)，SETBI 为全价指数

表 9. 收益率曲线

| 剩余年限 | 3月25日变化 | 当周变动   | 当月变动    | 三月变动    | 一年变动    |
|------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 1y   | 2.8100  | 0.0236 | -0.2098 | -0.3659 | -0.5880 |
| 2y   | 3.0204  | 0.0435 | -0.1461 | -0.3196 | -0.5895 |
| 3y   | 3.1987  | 0.0665 | -0.1464 | -0.2702 | -0.5921 |
| 5y   | 3.5006  | 0.1330 | -0.1368 | -0.1483 | -0.5894 |
| 7y   | 3.7424  | 0.1904 | -0.1497 | -0.0269 | 0.3888  |
| 10y  | 4.0199  | 0.3183 | -0.1529 | 0.2251  | -0.6287 |
| 15y  | 4.4006  | 0.6448 | -0.1587 | 0.8514  | -0.6607 |

## 基金市场动态

### 国内：

#### 货币市场基金投资运作有新规

为进一步规范货币市场基金的投资运作，更好地保护基金份额持有人的合法权益，针对目前货币市场基金实际运作中存在的问题，中国证监会今天颁布了《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》和《货币市场基金信息披露特别规定》。

据中国证监会基金部有关负责人介绍，去年以来，货币市场基金获得了社会各界的广泛认同，截至今年3月23日，我国市场上已有13只货币市场基金，总规模为1424.91亿份。但该类基金实际运行中主要还存在三大问题：一是片面追求过高的收益率，忽视基金本身的流动性要求；二是操作层面缺乏必要的统一规则；三是缺乏针对货币市场基金的信息披露。

《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》包括正文和两个附件，正文规范了组合平均剩余期限的计算和监控、投资限制、影子定价、申购赎回权益的确认等内容，附件1介绍组合剩余期限的计算方法，附件2介绍了影子定价的处理流程。

为严格控制货币市场基金的流动性和利率风险，《通知》对货币市场基金的投资作了几个方面的限制：一是要求组合平均剩余期限在每个交易日均不得超过180天；二是限制货币市场基金与其管理人的股东进行交易，防止基金通过其关联方的配合操纵收益；三是除巨额赎回情况下，债券正回购的比例不得超过20%；四是将剩余期限小于397天但剩余存续期超过397天的浮动利率债券的投资比例控制在资产净值20%内，并禁止投资一年期定期存款利率为基准的浮动利率债；五是买断式回购融入基础债券的剩余期限不得超过397天。

为了控制组合风险，《通知》要求以影子定价作为风险控制手段，当影子价格确定的基金资产净值和摊余成本法确定的基金资产净值的偏离度的绝对值达到或超过0.25%时，应根据风险控制需要调整组合，当偏离度的绝对值达到或超过0.5%时，应编制并披露临时报告。但鉴于目前银行间市场债券缺乏公允的收益率曲线，《通知》仅以附件形式列示影子定价的处理流程，而将影子定价中的技术问题交由业界自发成立的影子定价工作小组统一解决。此外，《通知》还就申购赎回份额的权益确认、债券差价收入以及债券手续费返还的确认方法等问题作了规范。

《披露规则》作为信息披露编报规则第5号，首次针对货币市场基金这一特殊基金品种的信息披露作出特别规范。《披露规则》主要规范了四个方面的信息披露事项：一是万份基金净收益和7日年化收益率；二是影子定价与摊余成本法确定的净值产生较大偏离的情形；三是货币市场基金财务指标和净值表现；四是货币市场基金投资组合报告。

2005-3-28 【上海证券报】

国外:

### 全球对冲基金业去年创收 450 亿美元

据英国《金融时报》报道，22 日公布的一项研究估计，全球对冲基金管理机构去年在全世界共赚 450 亿美元，超过整个美国共同基金业的总收入，但比 2003 年获得的 570 亿美元有所下降。

著名对冲基金评论员、瑞士银行(UBS)的亚历山大·伊内钦近日根据对冲基金研究所提供的数据做出了上述判断。

对冲基金研究所数据表明，2004 年年初，对冲基金管理的资产达 8175 亿美元。而对对冲基金管理机构从这些资产中提取 1.5%的管理费，外加 25%的业绩提成。同时，“对冲基金的基金”控制资产基础的 35%，从所管理资产中提取 1%的管理费，外加 5%的业绩提成。

以此推算，伊内钦估计对冲基金行业获得的费用收入总数达 448 亿美元。而美国共同基金行业费用收入为 420 亿美元。美国共同基金控制着 7 万亿美元资产，平均收取 0.6%的费用。

报道称研究结果将加大行业中对“同工不同筹”的不满。对冲基金是不受监管的主动管理型投资工具。批评人士认为，对冲基金管理机构干的是与共同基金管理公司一样的工作，却收取更高的费用。

另外也有观点指出，该数据不能全面反映对冲基金的业绩。对冲基金指数中的基金生存率存在偏差，数据库也通常不记录全部失败情况。以 2003 年为例，对冲基金当时管理的资产总额虽较低，但投资表现却较好，产生了较高的业绩提成。

瑞士银行也发出警告称对冲基金收益今后不可能达到过去 15 年的水平。过去 15 年中，对冲基金的回报率(除去收费)平均达到了 10.5%，比美国国债高出约 6%。

2005-3-23 【上海证券报】

### 基金赎回频繁的美国观察

理柏在美国研究部里一班资深分析员自 2003 年开始对基金公司所公开的销售及赎回数据进行分析，目的在于了解进取的基金交易员就所谓“市场时间”(market timing)作业的普及性。本公司最近发表一份研究报告解释相关数据以及理柏采用的计算方法。根据该项研究，我们认为若干公司的愈见频繁的基金赎回情况早于 1996 年已出现。我们的计算亦显示，赎回水平高企似乎并不限于某少数公司。本文尝试把该研究报告的重点发现撰写为此摘要。

交易频繁几乎可以肯定会提高基金管理的成本而令整体回报减少。这些成本包括托管及转移代理的费用。基金表现亦受到佣金成本(可量度)、买卖差价、以及市场冲击成本(仅能估计)所影响。交易频繁亦会打扰基金经理的策略,在某些需为基金课税的国家,频繁的交易甚至会多缴税款。

由于基金需要作出年度报告,交易频繁通常可从报告提供的数据作推断。年报中的现金流量报表需要列出基金份额销售的数量及价格,以及赎回现有基金份额的数量及价格(包括已分派及再投资)。年报内的其它费用数据亦有助计算基金的平均净资产,以反映基金于年度内的平均资产净值(Average Net Assets)。利用销售及赎回的数据除以平均资产净值,便可显示基金份额持有人将资金移出移入基金的速度。

究竟在什么时候存在基金交易频繁但又没有违反或歪曲条例呢?这方面有两个可能性:第一个情况可能是有多项基金系列公开邀请短期交易商使用其基金。由于这些基金并无在销售章程内不鼓励或禁止交易频繁的做法,因此即使交易频繁可能提高成本及影响基金表现,但从监管角度来看却没有任何不当之处。另一个可能性是某一特定基金或其股份类别可能备受追捧,并且于 401(k)及类似退休公积金计划中大量购入。基本上对于参与者进出合格基金的次数只有少许或甚至没有限制。由于无数小股东进出买卖基金的情况实属无可避免,因此并无任何出现何违例行为。但要注意有些基金系列本身的种类较多,投资者看见这情况便解释为交易频繁亦不太适用。不过,通常小型基金或新推出的基金 / 种类不适用这情况,因为退休公积金计划信托人不会批准买入这些基金。

此外,第三个可能性亦可能存在。若干类别基金本质是投资于进取型资产类别者,因此自然会吸引进取主动型的投资者而不是被动型。这类基金毋须涉及与少数大型参与者作出特别或不恰当安排。于缴付一次费用后毋须再缴付费用(惟资金只可转移至预设名单内的基金)的基金系列豁免,可能这亦是一个原因导致若干基金的赎回 / 平均资产净值比率较平均为高,以及赎回 / 销售比率接近 100%。

理柏的研究发现从基金年报内获得的公开数据显示“市场时间”作业早于 2001 年之前已经开始。当中有些基金的赎回 / 平均资产净值比率似乎掩饰了个别基金的极高赎回 / 平均资产净值比率。于 2003 年 9 月 3 日前,无人知晓“市场时间”的普及性,甚至连“市场时间”这名词也很陌生,所以并无对有关存在问题进行研究,相信现有的数据信息或可掀起更多有兴趣人士将来进一步探究此问题。

2005-3-23 【证券时报】

## 互动园地/你问我答

### 客户服务类

**问：请问量化核心基金的股票仓位是否可以增加到 95%呢？**

根据我们最新的投资范围和基准的调整，在正常情况下，股票在整个资产中所占比例在 85%-95%间，即股票仓位上限为 95%，但不能超过 95%。

**问：目前净值很低，是不是意味着一个很好的申购机会，现在买你们的基金有什么优惠吗？**

感谢您的关注。目前大市在低位运行，应该说市场的机遇大于风险，从普遍意义上讲，应该是一个较好的买入时机。目前我们基金的各项费率没有改变，即申购金额 1000 万元以下申购费率为 1.5%，1000 万元以上（含 1000 万元）申购费率不高于 1.2%，您可在招募说明书等相关文件中查阅。

**问：请问采取定期定额申购有什么好处？**

我们始终认为定期定额是一种较好的投资方式，其重要功能在于定期定额能使投资人在市场较低迷时申购，这样有助于摊薄成本。

### 投资咨询类

**问：请评价一下贵基金最近一段时期的表现，你们的模型是否不太适合中国的股市，有无修正的必要？**

基金近期表现好坏参半，在一些月份表现比较突出，在一些月份表现不甚理想，这是可以预期的。基金表现本来就具有一定的周期性，而近期模型的一些指标并不处于理想的周期之中。总体来看，模型在去年十二月和今年二月表现良好，而今年一月压力较大。我们运用的模型是与中国市场相符的，并没有照搬美国的模型，而是将其方法论和概念运用在建立我们自己的模型中。我们将一直致力于在不承担过多风险前提下构建出能创造最佳投资业绩的模型。我们正持续不断地测试新的想法，做细已有的指标，加入新的指标努力提高模型的效用。相信执着和努力将会得到回报，我们对广大投资者的支持表示感谢。

**问：说说贵基金对中国股市的看法？谈谈上证指数什么时候能上 2000 点？**

目前的中国股市有很多深层次的矛盾，并表现为结构性的风险，很多股票由于历史原因形成的非理性价格还在不断的向其价值回归，因此即使上证指数到 2000 点，个股的收益率也将有显著的差别，因此重要的不是猜测上证指数要花多长时间上 2000 点，而是选好股票。



## 光大保德信视窗

### 沟通带来理解——三月基金经理在线

三月二十五日下午，光大保德信基金管理有限公司基金经理在线活动再次如期举行。量化核心基金的基金经理坦诚回答了投资者的各项提问。

针对近期持续疲弱的市场，投资者的提问主要集中在大势走向、基金模型的适用型，以及长期投资理念等方面。基金经理强调了在结构性调整过程中选好股票的重要性，并坦陈长期有效的投资策略也会有短期的压力，但回顾中国股市的发展，市场和投资者投资理念的发展都是非常异乎寻常地快，所以对量化核心基金的投资策略获得市场认同仍然保持坚定的信心。基金经理同时表明，正在用新收集到的数据对指标进行调整，希望进一步改进模型。

公司希望借此平台，搭起光大保德信基金管理有限公司和投资者之间良好沟通的桥梁，共同分享中国基金业成长的成果。