

2014 年四季度基金资产配置行为分析

# 行业配置反转倾向依然显著，创业板风险较高

2015 年 1 月 26 日

## 投资要点

- ❖ 本报告基于基金季报公布的数据对主动型开放式基金总体的行业配置、风格配置、大类资产配置行为进行跟踪分析，供投资者参考。
- ❖ 四季度行情回顾：大象起舞，金融服务强势，小盘走弱。市场普涨，以非银金融、银行、地产为代表的金融服务板块和以建筑、交通运输为代表的国企板块强势起舞；板块结构分化鲜明，上证 50 涨幅近 60%，中小盘、创业板则收绿，中证市值系列指数严格单调，市值越大涨幅越大。
- ❖ 重仓股行业配置（中信一级行业）：地产、银行、非银、煤炭净增仓较大，医药、电子、计算机、传媒净减仓较大。从净增仓且依然低配的角度仍看好银行、非银、煤炭；从行情表现不突出但净增仓的角度看好有色和商贸零售。1）从重仓股行业配置偏离度（以沪深 300 为标配基准）来看，计算机、房地产、医药、机械、电力设备等行业超配比例较大；银行、非银行金融、建筑、有色、交通运输等行业低配比例较大。2）从配置比例季度净变化来看，房地产（+6.79%）、银行（+5.97%）、非银行金融（+5.39%）、煤炭（+1.22%）、商贸零售（+1.03%）净增仓较多；医药（-6.26%）、电子元器件（-2.63%）、计算机（-1.97%）、传媒（-1.65%）、食品饮料（-1.46%）净减仓较多。3）重仓股行业配置效果较为显著，行业指数涨幅与配置比例净变化的秩相关系数为 0.69，表现较弱的行业中有色金属、商贸零售净增仓较多；超配比例与配置比例净变化的秩相关系数为-0.55，表明重仓股行业配置行为仍表现出显著的反转倾向。4）三季报分析我们提示的低配且净增仓显著的银行表现突出，本期仍建议关注低配且净增仓、行情不突出且净增仓的行业。
- ❖ 整体行业配置（证监会分类）：金融、地产、零售净增仓，制造业、农林牧渔净减仓。1）从配置偏离情况来看，制造业、信息技术、房地产、水利环境为基金超配行业，金融业、采矿业、交运仓储为基金低配行业。2）从配置比例季度净变化来看，金融业（+5.08%）、房地产（+4.32%）、批发零售（+0.91%）、水利环境（+0.41%）净增仓较多，制造业（-9.67%）、农林牧渔（-0.68%）、信息技术（-0.63%）净减仓较多。
- ❖ 重仓股风格配置：中小盘大幅净减仓、创业板风险较高。1）四季度机构显著减持中小盘股，中小板仓位为 15.34%，下降 11.04%，创业板仓位为 13.61%，下降 5.29%，重仓持有中小板、创业板股票的基金数量占比分别由三季度的 92.12%、75.47%下降到 75.17%、57.70%。2）从重仓股配置偏离度（以全部 A 股自由流通市值占比为标配基准）来看，基金仍超配创业板（+6.87%），低配主板（-7.34%），中小板配置接近中性（+0.47%）；从配置比例变化来看，主板（+10.76%）净增仓，中小板（-7.27%）、创业板（-3.49%）净减仓。
- ❖ 大类资产配置：货币资产占比下降，风险偏好继续上升。1）从大类资产持仓结构来看，投资者风险偏好提升，货币类资产占比继续下降，债券和另类资产占比明显上升，但权益类资产遭遇解套赎回，占比不升反降。2）分基金类型来看，股票型基金持有股票仓位为 86.10%，虽然微幅下降但维持高仓位；债券型基金债券仓位为 89.38%下降 1.08%，而股票仓位上升 0.85%；配置型基金维持 71.02%的股票高仓位；货币型基金货币资产仓位显著下降（-5.09%），另类资产仓位大幅上升（+5.94%）。



## 中信证券研究部

### 金融工程及衍生品组

#### 赵文荣

电话：010-60836759

邮件：zhaowenrong@citics.com

执业证书编号：S1010512070002

#### 提云涛

电话：021-20262148

邮件：tiyuntao@citics.com

执业证书编号：S1010514030003

#### 林永钦

电话：021-20262149

邮件：linyongqin@citics.com

执业证书编号：S1010514070003

## 相关研究

1. 2014 年三季度基金资产配置行为分析  
-行业配置呈反转倾向，风格偏好向中小板迁移 ..... 2014.10.29
2. 2014 年二季度基金资产配置行为分析  
-中小板、创业板持仓创历史新高，资产多元化配置趋势显著 . 2014.7.25
3. 2014 年一季度主动型开放式股票基金行业配置分析-信息技术超配且增仓，金融低配且减仓 ..... 2014.4.24
4. 2013 年四季度主动型开放式股票基金行业配置分析-增仓制造业、公用事业，减仓文化传媒、金融地产 ..... 2014.1.28

## 目录

<b>行情回顾：大象起舞，金融服务强势，小盘走弱</b>	<b>1</b>
<b>行业配置：反转倾向依然显著</b>	<b>1</b>
整体行业配置：金融、地产、零售净增仓，制造业、农林牧渔净减仓	2
重仓股行业配置：地产、银行、非银、煤炭净增仓较大，医药、电子、计算机、传媒净减仓较大	5
<b>重仓股风格配置：中小盘大幅净减仓、创业板风险较高</b>	<b>8</b>
<b>大类资产配置：货币资产占比下降，风险偏好继续上升</b>	<b>9</b>

## 插图目录

图 1：2014 年四季度主要市场指数表现	1
图 2：2014 年四季度中信一级行业表现	1
图 3：基金样本数及持股市值	2
图 4：样本基金中配置该行业的基金数量占比	2
图 5：近四个季度样本基金行业超配（证监会分类）比例	3
图 6：样本基金行业配置比例（证监会分类）季度变化	3
图 7：行业指数涨跌幅 Vs. 样本基金配置比例净变化	4
图 8：超配比例 Vs. 样本基金配置比例净变化	4
图 9：样本基金重仓股配置该行业（中信一级）的基金数量占比	5
图 10：样本基金重仓股中信一级行业超配（以 CSI300 为标配基准）比例	6
图 11：样本基金重仓股行业配置（中信一级）比例季度变化	6
图 12：行业指数（中信一级）涨跌幅 Vs. 样本基金配置比例净变化	7
图 13：超配比例 Vs. 样本基金持仓净变化	7
图 14：重仓股参与市场板块的基金数占比	8
图 15：重仓股市场板块持仓比例	8
图 16：重仓股市场板块超配比例	9
图 17：2014Q4 重仓股板块配置比例变化	9
图 18：大类资产配置分析基金样本数及资产规模	10
图 19：持有各类资产的基金数占比变化	10
图 20：样本基金大类资产配置累计比例	10
图 21：样本基金大类资产配置分类占比	10
图 22：股票型基金大类资产配置比例	11
图 23：债券型基金大类资产配置比例	11
图 24：配置型基金大类资产配置比例	11
图 25：货币型基金大类资产配置比例	11



# 表格目录

表 1：近四个季度样本基金行业配置（证监会分类）情况..... 2

表 2：近两个季度样本基金行业配置（证监会分类）比例变化情况 ..... 4

表 3：近两个季度样本基金重仓股行业配置（中信一级）情况 ..... 5

表 4：近两个季度重仓股行业配置（中信一级）比例变化情况 ..... 7

表 5：重仓股市场板块配置比例变化 ..... 9

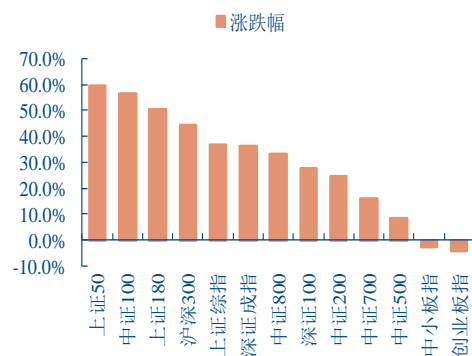
主动型基金配置行为反映了基金经理的资产配置观点，我们可以通过基金季报公布的数据对主动型开放式基金整体的行业配置、风格配置、大类资产配置行为进行跟踪分析，供投资者参考。

行业配置方面可以依据季报公布的数据分析证监会行业分类标准下的配置结果，同时可以依据季报公布的重仓股数据分析中信证券一级行业分类标准下的重仓股配置结果；风格配置方面，主要是依据季报公布的重仓股数据分析主板、中小板、创业板等板块配置结果；大类资产配置方面则依据季报公布的基金资产构成，重点分析基金在权益（主要是股票）、固定收益（包括国债、企业债、央行票据、金融债券、企业短期融资券、中期票据、可转债等各类债券）、现金及其等价物、其他资产（包括金融衍生品、贵金属、保证金等其他资产）等方面的配置情况。行业配置、风格配置、大类资产配置分析采用的基金样本口径请参见相应部分的说明。

## 行情回顾：大象起舞，金融服务强势，小盘走弱

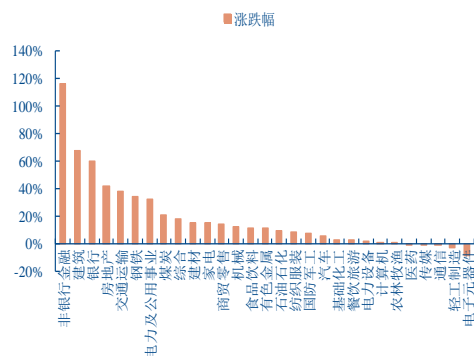
2014 年四季度，市场普涨，以非银金融、银行、地产为代表的金融服务板块和以建筑、交通运输为代表的国企板块强势起舞；板块结构分化鲜明，上证 50 涨幅近 60%，中小盘、创业板则收绿，中证市值系列指数严格单调，市值越大涨幅越大。主要市场指数中，上证 50 (+59.4%)、中证 100 (+56.46%)、上证 180 (+50.6%) 涨幅较大；创业板指 (-4.49%)、中小板指 (-2.56%) 下跌，中证 500 (+8.27%) 涨幅较小。中信一级行业指数中，非银行金融 (+116.78%)、建筑 (+67.27%)、银行 (+60.12%)、房地产 (+41.55%) 大幅上涨；电子元器件 (-8.57%)、轻工制造 (-2.80%)、通信 (-1.49%)、传媒 (-1.47%) 下跌。

图 1：2014 年四季度主要市场指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

图 2：2014 年四季度中信一级行业表现

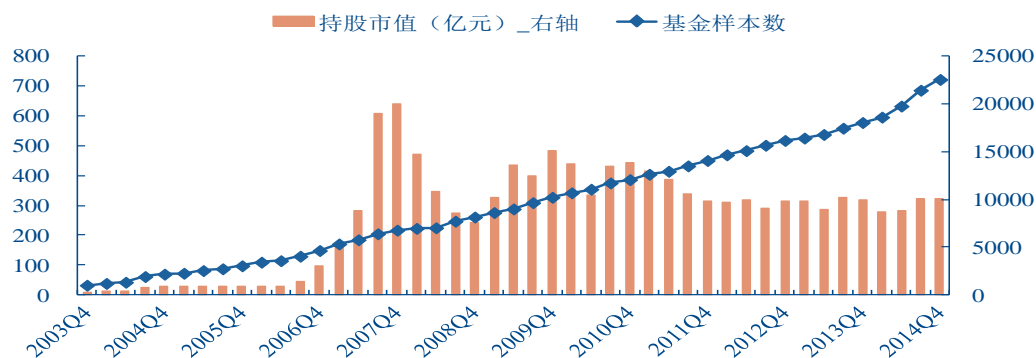


资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 行业配置：反转倾向依然显著

样本口径说明：本部分采用的样本为主动开放式股票型和配置型基金，剔除成立不满三个月的新基金，分级基金三类份额视为一只基金，由销售模式（A、B、C、AB 等）导致的多代码基金合并为一只计算。近四个季度以来符合上述要求的基金分别为 595 只、632 只、685 只、721 只，持股市值 8722 亿元、8753 亿元、10084 亿元、10116 亿元。

图 3：基金样本数及持股市值

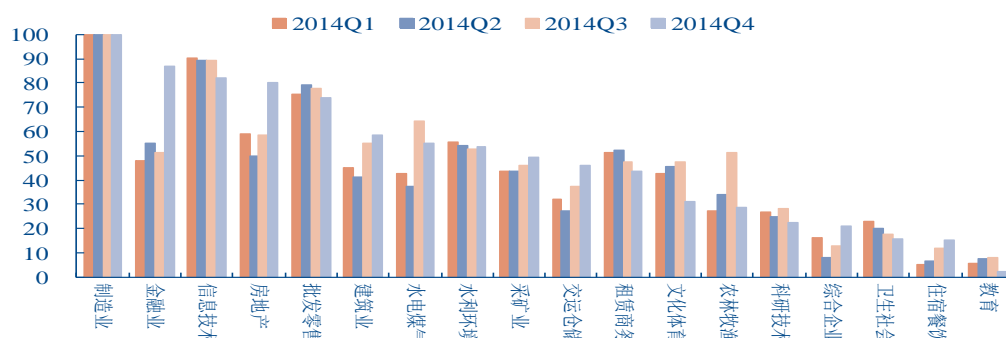


资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 整体行业配置：金融、地产、零售净增仓，制造业、农林牧渔净减仓

从四季度报告公布的行业配置情况来看，制造业、金融业、信息技术、房地产为基金的重仓行业。从参与配置的基金数量来看，制造业、金融业、信息技术、房地产等行业是基金参与度较高的行业，教育、住宿餐饮是基金参与度较低的行业。

图 4：样本基金中配置该行业的基金数量占比（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

表 1：近四个季度样本基金行业配置（证监会分类）情况

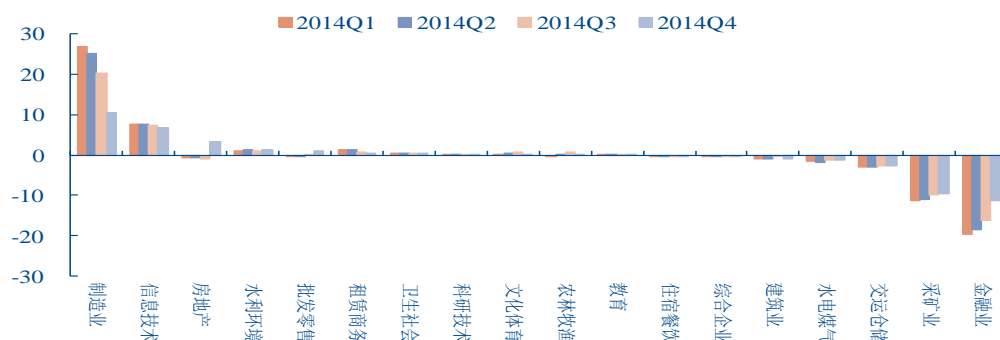
行业简称	2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)
农林牧渔	0.70	0.82	1.08	0.80	1.73	0.90	0.84	0.68
采矿业	1.42	12.62	1.38	12.26	1.53	11.29	1.64	11.27
制造业	66.02	39.14	64.94	39.75	62.43	42.31	46.00	35.55
水电煤气	1.47	3.13	1.28	3.03	2.05	3.21	2.31	3.45
建筑业	1.49	2.42	1.42	2.36	2.08	2.50	2.59	3.46
批发零售	3.39	3.50	3.16	3.41	3.88	3.69	4.21	3.10
交运仓储	0.57	3.64	0.50	3.47	0.93	3.73	1.31	3.97
住宿餐饮	0.05	0.17	0.10	0.17	0.18	0.19	0.14	0.14
信息技术	11.33	3.59	11.56	3.85	11.34	3.90	10.01	3.20
金融业	3.67	23.42	4.64	22.98	4.56	20.81	17.74	28.91
房地产	3.53	4.16	3.09	3.80	3.06	4.12	7.69	4.44
租赁商务	2.19	0.80	2.22	0.83	1.59	0.90	1.35	0.78
科研技术	0.48	0.19	0.45	0.18	0.43	0.20	0.34	0.17
水利环境	1.79	0.74	1.98	0.76	1.69	0.75	1.99	0.64

行业简称	2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)	配置比例 (%)	标配权重 (%)
教育	0.08	0.02	0.13	0.02	0.15	0.02	0.06	0.01
卫生社会	0.61	0.12	0.67	0.12	0.68	0.13	0.57	0.10
文化体育	0.95	0.84	1.30	0.90	1.58	0.94	0.96	0.79
综合企业	0.27	0.58	0.09	0.47	0.13	0.52	0.27	0.45

资料来源：基金季报、中信证券量化投资分析系统

从四季度配置偏离情况来看，制造业、信息技术、房地产、水利环境为基金的超配行业，金融业、采矿业、交运仓储为基金的低配行业。

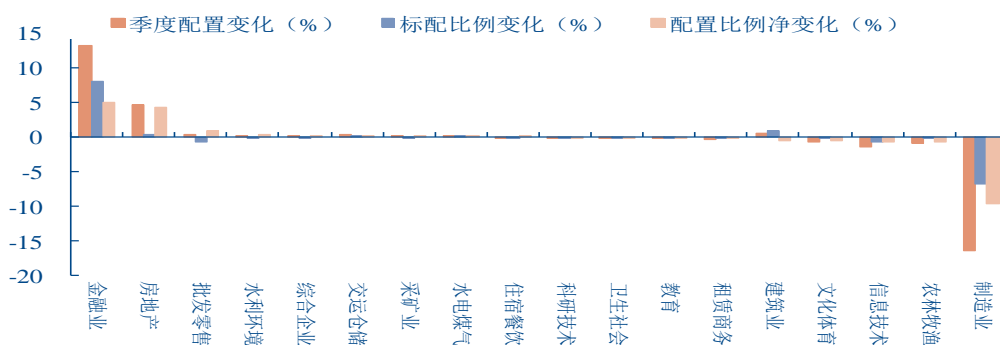
图 5：近四个季度样本基金行业超配（证监会分类）比例



资料来源：中信证券量化投资分析系统

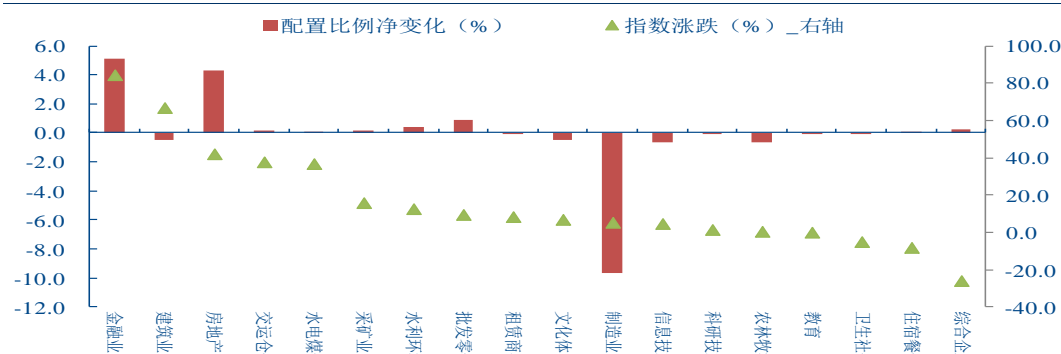
从配置比例季度净变化（配置比例变化减去标配比例变化）来看，金融业（+5.08%）、房地产（+4.32%）、批发零售（+0.91%）、水利环境（+0.41%）净增仓较多，制造业（-9.67%）、农林牧渔（-0.68%）、信息技术（-0.63%）净减仓较多；行业配置效果较显著，行业指数涨幅与配置比例净变化的秩相关系数为 0.397，表现较弱的行业中批发零售净增仓较多；超配比例与配置比例净变化的秩相关系数为-0.296，表明行业配置行为仍表现出显著的反转倾向。

图 6：样本基金行业配置比例（证监会分类）季度变化



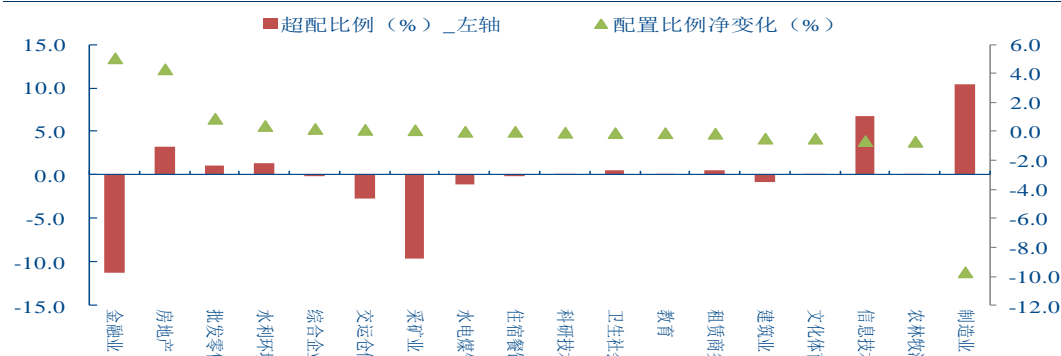
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 7：行业指数涨跌幅 Vs.样本基金配置比例净变化



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 8：超配比例 Vs.样本基金配置比例净变化



资料来源：中信证券量化投资分析系统

表 2：近两个季度样本基金行业配置（证监会分类）比例变化情况

行业简称	2014Q3				2014Q4			
	超配比例 (%)	季度配置变化 (%)	标配比例变化 (%)	配置比例净变化 (%)	超配比例 (%)	季度配置变化 (%)	标配比例变化 (%)	配置比例净变化 (%)
农林牧渔	0.83	0.65	0.10	0.55	0.16	-0.89	-0.21	-0.68
采矿业	-9.75	0.15	-0.97	1.12	-9.63	0.10	-0.02	0.12
制造业	20.12	-2.51	2.56	-5.07	10.45	-16.43	-6.76	-9.67
水电煤气	-1.16	0.77	0.18	0.59	-1.14	0.26	0.24	0.02
建筑业	-0.42	0.66	0.14	0.52	-0.88	0.51	0.97	-0.46
批发零售	0.19	0.73	0.28	0.45	1.10	0.32	-0.58	0.91
交运仓储	-2.80	0.43	0.26	0.16	-2.66	0.38	0.23	0.15
住宿餐饮	-0.02	0.08	0.03	0.05	-0.01	-0.04	-0.05	0.01
信息技术	7.44	-0.23	0.05	-0.28	6.81	-1.33	-0.70	-0.63
金融业	-16.25	-0.08	-2.16	2.09	-11.18	13.17	8.10	5.08
房地产	-1.07	-0.04	0.32	-0.36	3.25	4.63	0.32	4.32
租赁商务	0.70	-0.62	0.07	-0.69	0.58	-0.24	-0.12	-0.12
科研技术	0.23	-0.02	0.02	-0.05	0.18	-0.08	-0.03	-0.05
水利环境	0.93	-0.30	-0.01	-0.29	1.34	0.30	-0.11	0.41
教育	0.13	0.01	0.00	0.02	0.05	-0.09	-0.01	-0.08
卫生社会	0.55	0.01	0.01	0.00	0.47	-0.11	-0.03	-0.08
文化体育	0.64	0.28	0.04	0.24	0.18	-0.61	-0.15	-0.46
综合企业	-0.39	0.04	0.05	-0.01	-0.18	0.14	-0.07	0.21

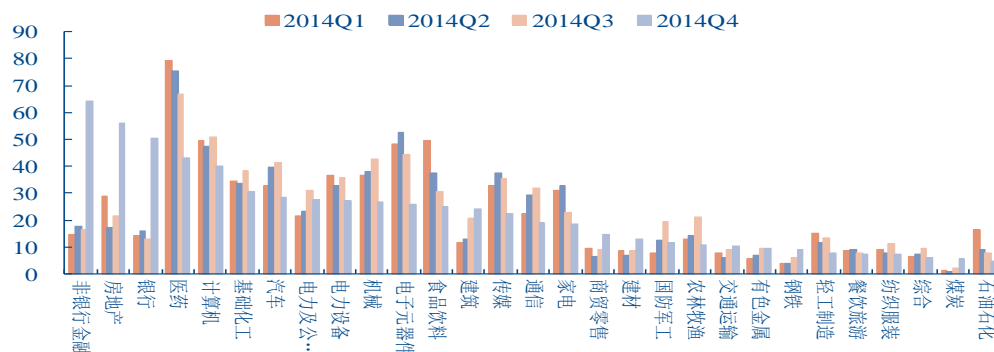
资料来源：基金季报、中信证券量化投资分析系统



## 重仓股行业配置：地产、银行、非银、煤炭净增仓较大，医药、电子、计算机、传媒净减仓较大

基于重仓股数据可以考察样本基金在中信一级行业分类标准下的行业配置情况。从重仓股配置该行业的基金数量占比来看，非银行金融、房地产、银行、医药、计算机、基础化工等行业重仓股参与度较高，石油石化、煤炭、纺织服装、餐饮旅游、轻工制造等行业重仓股参与度较低。

图 9：样本基金重仓股配置该行业（中信一级）的基金数量占比（%）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

表 3：近两个季度样本基金重仓股行业配置（中信一级）情况

行业名称	2014Q3				2014Q4			
	配置比例 (%)	CSI300 标配 (%)	全 A 标配 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)	配置比例 (%)	CSI300 标配 (%)	全 A 标配 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)
餐饮旅游	1.00	0.20	0.71	0.80	0.72	0.21	0.59	0.51
传媒	4.77	2.22	2.78	2.55	3.11	2.21	2.28	0.90
电力及公用事业	3.77	3.88	3.84	-0.11	3.39	3.89	4.09	-0.50
电力设备	4.58	2.04	3.86	2.54	3.29	1.84	3.21	1.45
电子元器件	6.68	3.26	5.11	3.43	2.88	2.08	3.89	0.80
房地产	3.29	4.81	4.89	-1.52	10.11	4.84	5.58	5.27
纺织服装	0.92	0.29	1.45	0.63	0.57	0.32	1.28	0.25
非银行金融	2.65	13.21	6.53	-10.57	14.20	19.38	11.42	-5.18
钢铁	0.44	1.58	1.73	-1.14	0.83	1.81	1.89	-0.98
国防军工	2.57	2.41	2.31	0.16	2.21	2.07	2.04	0.14
基础化工	4.69	2.00	4.76	2.69	3.59	1.61	3.99	1.98
机械	4.40	2.70	5.73	1.70	3.12	2.58	5.27	0.54
计算机	10.46	1.35	3.98	9.11	8.58	1.44	3.31	7.14
家电	3.36	3.09	2.40	0.27	3.27	2.80	2.22	0.47
建材	0.68	1.07	1.83	-0.39	1.04	0.80	1.72	0.24
建筑	2.61	3.37	2.69	-0.77	2.51	4.66	3.56	-2.15
交通运输	0.84	2.94	3.15	-2.10	1.22	2.89	3.43	-1.67
煤炭	0.11	2.48	1.45	-2.37	0.60	1.74	1.42	-1.14
农林牧渔	2.70	0.76	2.18	1.94	1.05	0.52	1.79	0.53
汽车	6.17	4.11	4.09	2.06	4.13	3.35	3.59	0.78
轻工制造	1.05	0.00	1.39	1.05	0.52	0.00	1.11	0.52
商贸零售	0.99	2.39	2.82	-1.40	1.60	1.97	2.63	-0.37
石油石化	0.70	2.16	1.96	-1.45	0.31	1.72	1.73	-1.41
食品饮料	6.15	5.36	3.58	0.80	3.65	4.32	3.20	-0.67
通信	3.27	1.89	2.89	1.38	2.55	1.66	2.31	0.89
医药	17.44	6.52	7.86	10.92	9.55	4.89	6.40	4.66

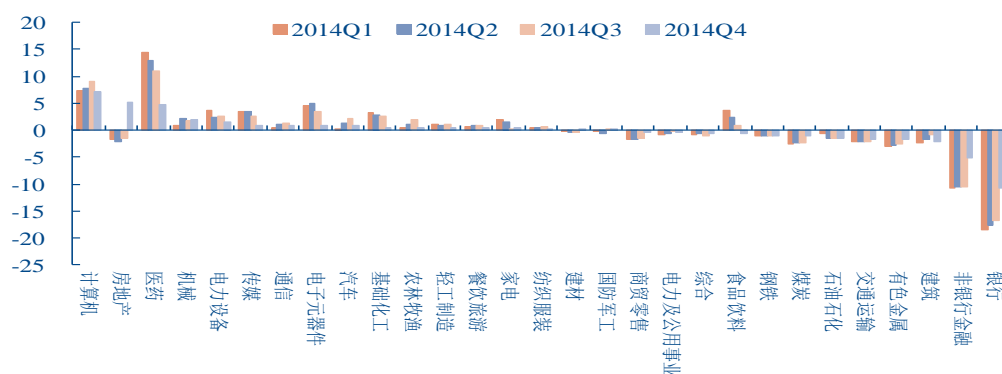


行业名称	2014Q3				2014Q4			
	配置比例 (%)	CSI300 标配 (%)	全 A 标配 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)	配置比例 (%)	CSI300 标配 (%)	全 A 标配 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)
银行	2.08	18.76	8.81	-16.68	9.41	20.12	11.32	-10.71
有色金属	1.19	3.71	3.86	-2.52	1.27	3.01	3.45	-1.74
综合	0.42	1.44	1.37	-1.02	0.68	1.24	1.27	-0.56

资料来源：基金季报、中信证券量化投资分析系统

从重仓股行业配置偏离度（以沪深 300 行业配置为基准）来看，计算机、房地产、医药、机械、电力设备等行业超配比例较大，银行、非银行金融、建筑、有色、交通运输等行业低配比例较大。

图 10：样本基金重仓股中信一级行业超配（以 CSI300 为标配基准）比例（%）

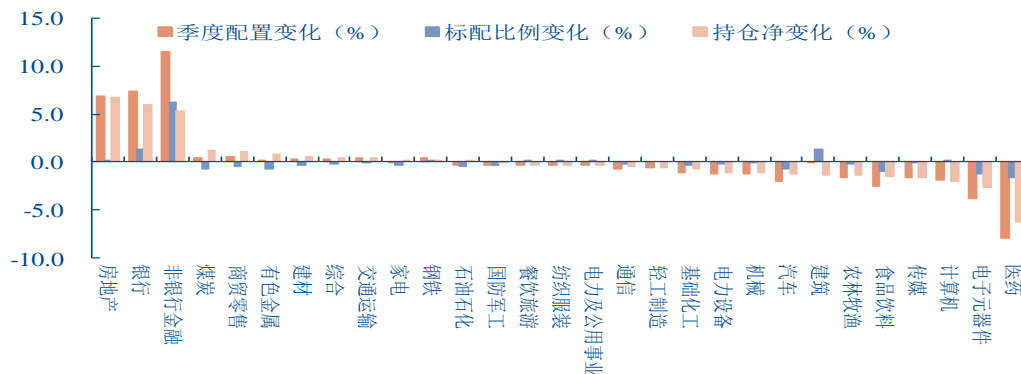


资料来源：中信证券量化投资分析系统

从配置比例季度净变化（配置比例变化减去标配比例变化）来看，房地产（+6.79%）、银行（+5.97%）、非银行金融（+5.39%）、煤炭（+1.22%）、商贸零售（+1.03%）净增仓较多，医药（-6.26%）、电子元器件（-2.63%）、计算机（-1.97%）、传媒（-1.65%）、食品饮料（-1.46%）净减仓较多；重仓股行业配置效果较为显著，行业指数涨幅与配置比例净变化的秩相关系数为 0.69，表现较弱的行业中有色金属、商贸零售净增仓较多；超配比例与配置比例净变化的秩相关系数为-0.55，表明重仓股行业配置行为仍表现出显著的反转倾向。

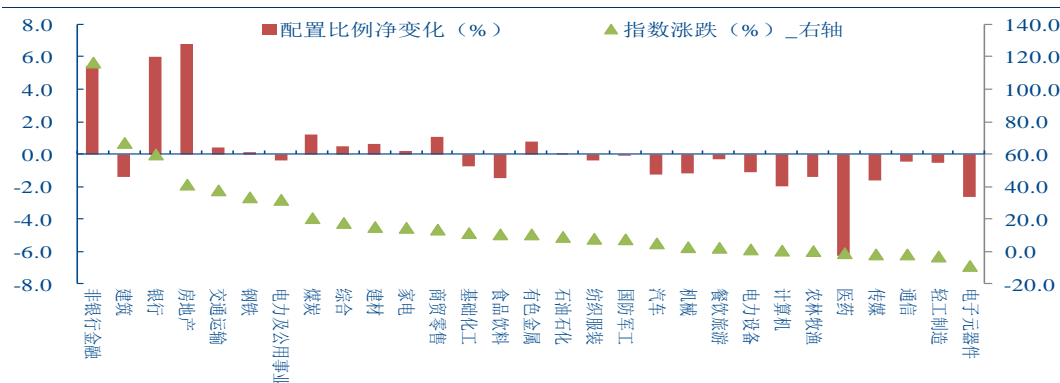
三季度分析我们提示的低配且净增仓显著的银行表现突出，本期仍建议关注低配且净增仓、行情不突出且净增仓的行业。从净增仓且依然低配的角度仍看好银行、非银、煤炭；从行情表现不突出但净增仓的角度看好有色和商贸零售。

图 11：样本基金重仓股行业配置（中信一级）比例季度变化（以 CSI300 为标配基准）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 12：行业指数（中信一级）涨跌幅 Vs.样本基金配置比例净变化（以 CSI300 为标配基准）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 13：超配比例 Vs.样本基金持仓净变化（以 CSI300 为标配基准）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

表 4：近两个季度重仓股行业配置（中信一级）比例变化情况

行业名称	2014Q3				2014Q4			
	相对 CSI300 超配比例 (%)	季度配置变化 (%)	标配比例变化 (%)	持仓净变化 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)	季度配置变化 (%)	标配比例变化 (%)	持仓净变化 (%)
餐饮旅游	0.80	-0.10	0.01	-0.11	0.51	-0.27	0.01	-0.29
传媒	2.55	-1.03	-0.09	-0.94	0.90	-1.66	-0.01	-1.65
电力及公用事业	-0.11	0.94	0.36	0.58	-0.50	-0.38	0.01	-0.39
电力设备	2.54	0.30	0.14	0.15	1.45	-1.29	-0.20	-1.08
电子元器件	3.43	-1.54	-0.10	-1.44	0.80	-3.81	-1.18	-2.63
房地产	-1.52	0.36	-0.35	0.72	5.27	6.82	0.03	6.79
纺织服装	0.63	0.28	0.02	0.26	0.25	-0.35	0.03	-0.38
非银行金融	-10.57	0.25	0.22	0.03	-5.18	11.55	6.17	5.39
钢铁	-1.14	0.10	0.13	-0.03	-0.98	0.39	0.23	0.15
国防军工	0.16	1.06	0.34	0.72	0.14	-0.37	-0.34	-0.02
基础化工	2.69	-0.05	0.03	-0.08	1.98	-1.11	-0.39	-0.72
机械	1.70	-0.38	0.15	-0.53	0.54	-1.28	-0.12	-1.16
计算机	9.11	1.35	-0.04	1.39	7.14	-1.88	0.09	-1.97
家电	0.27	-1.62	-0.28	-1.34	0.47	-0.09	-0.29	0.21
建材	-0.39	-0.05	-0.02	-0.03	0.24	0.36	-0.27	0.63
建筑	-0.77	1.20	0.26	0.93	-2.15	-0.09	1.29	-1.38
交通运输	-2.10	0.27	0.28	-0.01	-1.67	0.38	-0.05	0.42
煤炭	-2.37	0.08	0.18	-0.10	-1.14	0.49	-0.74	1.22
农林牧渔	1.94	0.97	0.11	0.87	0.53	-1.65	-0.24	-1.41
汽车	2.06	0.89	0.04	0.85	0.78	-2.04	-0.76	-1.28

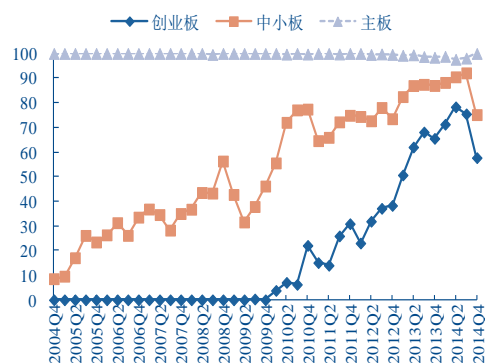
行业名称	2014Q3				2014Q4			
	相对 CSI300 超配比例 (%)	季度配置变 化 (%)	标配比例变 化 (%)	持仓净变化 (%)	相对 CSI300 超配比例 (%)	季度配置变 化 (%)	标配比例变 化 (%)	持仓净变化 (%)
轻工制造	1.05	0.15	0.00	0.15	0.52	-0.53	0.00	-0.53
商贸零售	-1.40	0.38	0.18	0.20	-0.37	0.62	-0.42	1.03
石油石化	-1.45	-0.11	-0.07	-0.04	-1.41	-0.39	-0.44	0.05
食品饮料	0.80	-1.64	-0.14	-1.49	-0.67	-2.50	-1.04	-1.46
通信	1.38	0.33	0.02	0.30	0.89	-0.72	-0.23	-0.49
医药	10.92	-2.19	-0.19	-2.00	4.66	-7.89	-1.63	-6.26
银行	-16.68	-0.64	-1.63	0.99	-10.71	7.33	1.36	5.97
有色金属	-2.52	0.47	0.12	0.35	-1.74	0.08	-0.70	0.79
综合	-1.02	-0.03	0.32	-0.35	-0.56	0.27	-0.20	0.47

资料来源：基金季报、中信证券量化投资分析系统

## 重仓股风格配置：中小盘大幅净减仓、创业板风险较高

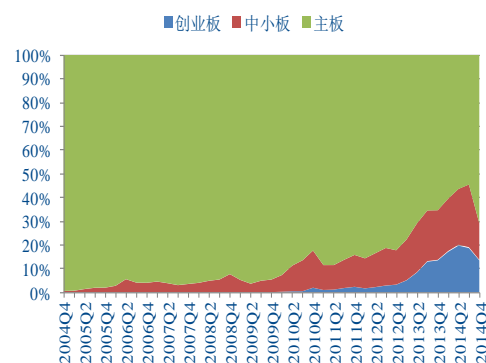
基于重仓股数据可以考察样本基金（同行业配置分析样本）在主板、中小板、创业板上的风格配置情况。从样本基金重仓股参与度来看，2014 年四季度重仓持有中小板、创业板股票的基金数量比例快速下降，分别由三季度的 92.12%、75.47% 下降到 75.17%、57.70%。从重仓股的仓位结构来看，中小板、创业板仓位下降，中小板仓位为 15.34%，下降 11.04%，创业板仓位为 13.61%，下降 5.29%，说明机构显著减持中小盘股。

图 14：重仓股参与市场板块的基金数占比 (%)



资料来源：中信证券量化投资分析系统

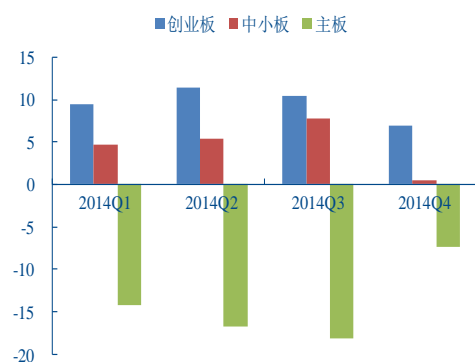
图 15：重仓股市场板块持仓比例



资料来源：中信证券量化投资分析系统

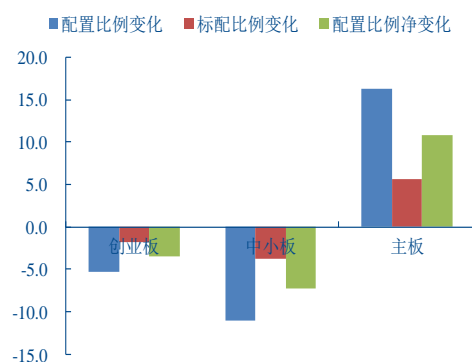
从重仓股配置偏离度（以全部 A 股自由流通市值占比为标配基准）来看，基金仍超配创业板（+6.87%），低配主板（-7.34%），中小板配置接近中性（+0.47%）。从 2014 年四季度重仓股配置比例变化来看，主板（+10.76%）净增仓，中小板（-7.27%）、创业板（-3.49%）净减仓。从超低配及仓位净变化方向来看，创业板风险较高。

图 16: 重仓股市场板块超配比例 (%)



资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

图 17: 2014Q4 重仓股板块配置比例变化 (%)



资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

表 5: 重仓股市场板块配置比例变化

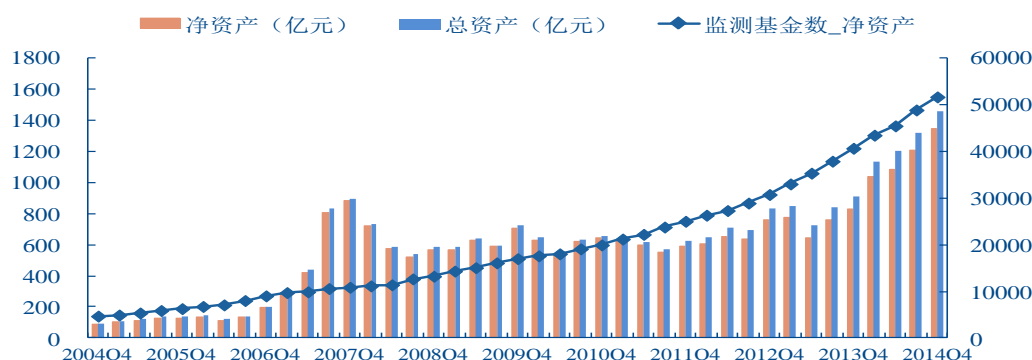
	超配比例 (%)			季度配置变化 (%)			标配比例变化 (%)			持仓净变化 (%)		
	创业板	中小板	主板	创业板	中小板	主板	创业板	中小板	主板	创业板	中小板	主板
2010Q1	-0.65	-1.34	1.99	0.18	1.72	-1.90	0.47	1.11	-1.58	-0.28	0.60	-0.32
2010Q2	-0.84	0.93	-0.09	0.20	3.78	-3.98	0.39	1.50	-1.89	-0.19	2.27	-2.09
2010Q3	-0.98	1.76	-0.77	0.02	2.22	-2.25	0.16	1.40	-1.56	-0.14	0.82	-0.68
2010Q4	-0.22	3.13	-2.90	1.46	2.63	-4.09	0.70	1.26	-1.97	0.76	1.37	-2.13
2011Q1	-1.31	-1.48	2.79	-0.96	-5.18	6.13	0.13	-0.57	0.44	-1.09	-4.61	5.70
2011Q2	-1.31	-1.98	3.30	0.16	-0.14	-0.02	0.16	0.36	-0.52	0.00	-0.50	0.50
2011Q3	-1.19	-1.14	2.33	0.68	1.57	-2.25	0.56	0.72	-1.27	0.13	0.85	-0.97
2011Q4	-0.98	0.37	0.61	0.50	1.53	-2.03	0.29	0.02	-0.31	0.21	1.51	-1.72
2012Q1	-1.54	-0.43	1.97	-0.65	-0.79	1.44	-0.09	0.01	0.08	-0.57	-0.80	1.36
2012Q2	-1.47	0.98	0.49	0.54	1.64	-2.18	0.47	0.23	-0.70	0.07	1.41	-1.48
2012Q3	-1.04	2.07	-1.03	0.67	1.52	-2.19	0.24	0.43	-0.67	0.43	1.09	-1.52
2012Q4	-0.65	1.41	-0.76	0.37	-1.34	0.98	-0.03	-0.67	0.70	0.40	-0.67	0.27
2013Q1	0.56	3.18	-3.75	1.86	2.68	-4.54	0.65	0.91	-1.56	1.21	1.78	-2.99
2013Q2	2.69	5.32	-8.01	3.37	3.41	-6.78	1.25	1.27	-2.52	2.12	2.14	-4.26
2013Q3	6.27	5.17	-11.44	4.65	0.79	-5.44	1.07	0.94	-2.01	3.58	-0.15	-3.43
2013Q4	6.53	4.18	-10.71	0.54	-0.45	-0.09	0.27	0.54	-0.82	0.27	-0.99	0.73
2014Q1	9.45	4.72	-14.17	3.70	1.17	-4.86	0.78	0.63	-1.40	2.92	0.54	-3.46
2014Q2	11.35	5.40	-16.75	2.66	1.47	-4.13	0.76	0.79	-1.55	1.90	0.68	-2.58
2014Q3	10.36	7.74	-18.11	-1.05	2.89	-1.84	-0.07	0.55	-0.48	-0.99	2.34	-1.36
2014Q4	6.87	0.47	-7.34	-5.29	-11.04	16.33	-1.80	-3.77	5.56	-3.49	-7.27	10.76

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

## 大类资产配置：货币资产占比下降，风险偏好继续上升

样本口径说明：本部分采用的样本为主动型基金，剔除成立不满三个月的新基金，分级基金三类份额视为一只基金，由销售模式（A、B、C、AB 等）导致的多代码基金合并为一只计算。近四个季度以来符合上述要求的基金分别为 1303 只、1363 只、1465 只、1549 只，管理净资产规模 34513 亿元、35987 亿元、40079 亿元、44908 亿元。

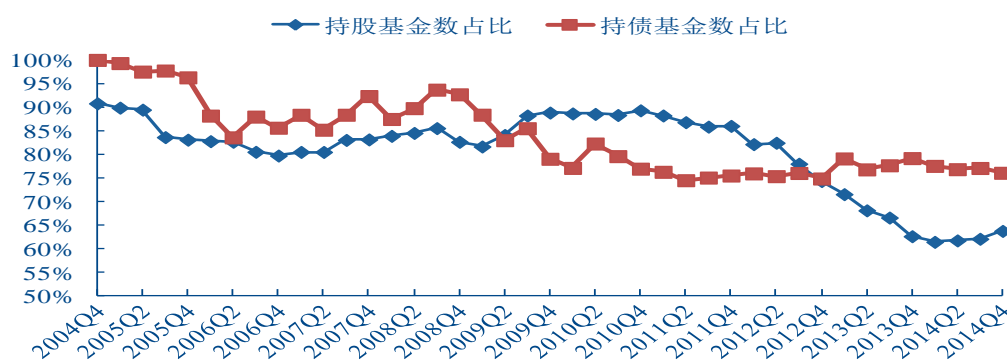
图 18：大类资产配置分析基金样本数及资产规模



资料来源：中信证券量化投资分析系统

从样本基金中持有股票或者债券的基金数量占比来看，2014 年四季度，持股基金数占比为 64%，较三季度上升，持债基金数占比为 76%，较三季度下降。

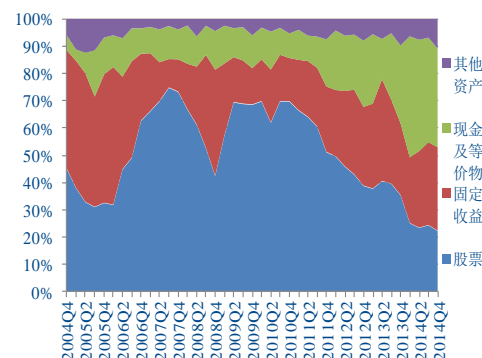
图 19：持有各类资产的基金数占比变化（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

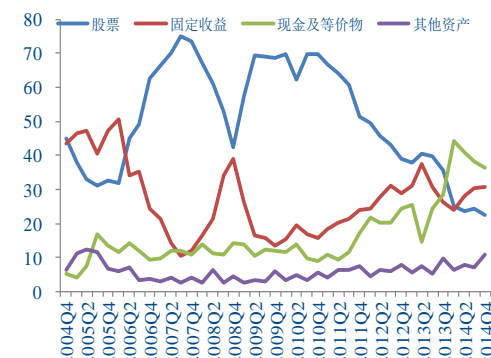
从大类资产持仓结构来看，投资者风险偏好提升，货币类资产占比继续下降，债券和另类资产占比明显上升，但权益类资产遭遇解套赎回，占比不升反降。2014 年四季度，股票型资产占比为 22.33%，固定收益资产占比为 30.60%，货币型资产占比为 36.27%，其他资产占比 10.79%。

图 20：样本基金大类资产配置累计比例（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

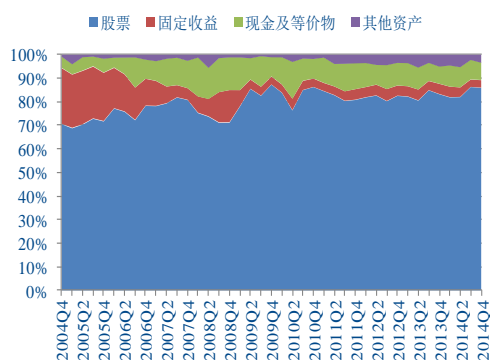
图 21：样本基金大类资产配置分类占比（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

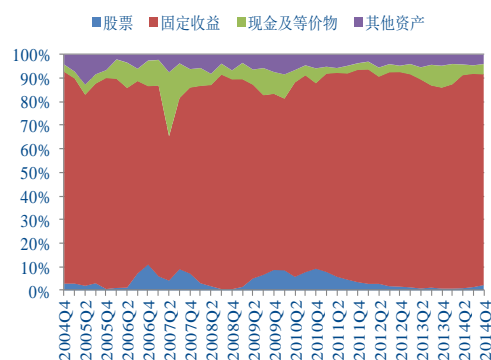
分基金类型来看，股票型基金以持有股票资产为主，2014 年四季度股票仓位为 86.10%，虽然微幅下降但维持高仓位；债券型基金以持有固定收益资产为主，2014 年四季度固定收益仓位为 89.38%，债券仓位下降 1.08%而股票仓位上升 0.85%；配置型基金以持有股票资产为主，2014 年四季度维持 71.02%的股票高仓位；货币型基金以持有货币和固定收益资产为主，2014 年四季度，货币资产仓位显著下降(-5.09%)，另类资产仓位大幅上升(+5.94%)。

图 22：股票型基金大类资产配置比例（%）



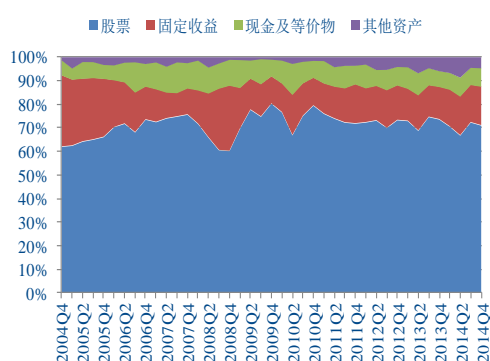
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 23：债券型基金大类资产配置比例（%）



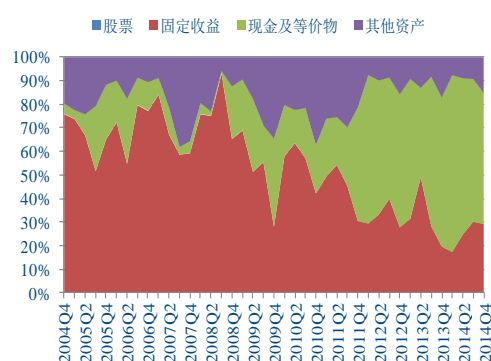
资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 24：配置型基金大类资产配置比例（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

图 25：货币型基金大类资产配置比例（%）



资料来源：中信证券量化投资分析系统



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。