

基金操作趋于稳健，合资基金公司换手率整体较低

2007 年年报股票换手率分析

2008 年 04 月 11 日

基金研究组

王广国

010-66045606

wanggg@txsec.com

刘坤朋

010-66045621

liukp@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本文利用天相投资分析系统，对 219 只积极投资偏股开放式基金和 32 只封闭式基金的股票投资换手率进行分析。

基金层面：

- 2007年A股市场保持较高的换手率，由06年的571.09%提升到07年的841.24%。在此情况下，219只积极投资偏股开放式基金的股票整体平均换手率为311.25%，封闭式基金的整体换手率为209.24%，但较06年的换手率略有下降，07年基金操作趋于稳健。
- 不同基金的换手率差距明显。成立满一年的169只基金中换手率最高的基金和最低的基金换手率相差1578.60%。
- 由于混合型基金资产灵活配置、仓位弹性较大，混合型基金的换手率远远高于股票型基金的换手率。
- 各类型基金07年上半年的股票换手率明显高于07年下半年。主要是因为上半年市场单边上扬、热点纷呈，导致基金换手率加快，而下半年3季度大盘蓝筹行情复苏、4季度市场的深幅调整、行情运行复杂等因素减少了股票的换手。
- 基金分红，特别是基金大比例分红及分红次数的增加加快股票换手率；基金拆分对基金股票换手率影响不明显。

基金公司层面：

- 57家基金公司的平均股票换手率为282.49%，信达澳银基金公司股票换手率最低为94.97%，国海富兰克林基金、兴业基金、光大保德信基金、上投摩根基金、广发基金、富国基金等股票换手率也处于较低水平；新世纪基金公司的股票换手率最高达到1282.08%，天治基金的换手率也超过1000%。
- 小规模基金公司换手率高，大规模基金公司换手率保持低水平。股票换手率前5名中的基金公司4季度末管理规模均不到100亿元；中规模基金公司中低换手率公司个数最多；大规模基金公司中高股票换手率的个数占比仅有10.53%，主要以中换手率为主。
- 内资基金公司以中高换手率为主，合资公司以中低换手率为主。境外和国内的市场环境不同，决定了投资理念上的差异是内资和合资基金公司在股票换手率上表现出明显不同的主要原因。

基金业绩和换手率关联性分析：

- 2007年积极投资偏股型开放式基金业绩与股票换手率呈现负相关关系，封闭式基金的业绩与股票换手率有微弱的正相关。封闭式基金通过积极操作在一定程度上有助于业绩的提升，而开放式基金换手率对业绩的影响不明显。

基金的股票换手率用于衡量基金投资组合变化的频率以及基金经理持有某只股票平均时间的长短。我们根据基金披露的报告期内的股票交易量以及基金持有的股票资产的比值，计算出基金的股票投资的换手率，我们采取以下计算公式计算 2007 年度的股票换手率：

$$\text{股票换手率} = (\text{基金股票交易量}/2) / \text{平均股票资产}$$

其中：2007 年的平均股票资产是 06 年四季度到 07 年四季度 5 个季度季报披露的股票资产平均值。

基金的股票换手率的高低反映了基金在报告期内买卖股票操作的频繁程度：换手率低，说明基金的投资风格相对稳健，注重通过买入持有的策略给投资者创造回报；换手率高，则说明基金的投资风格更加灵活主动，谋求通过波段操作来增加基金的收益。通过股票投资换手率的分析，我们可以更好地了解基金的交易特征和操作风格。我们根据 2007 年年报情况分析基金操作的整体特点，由于债券型基金、保本型基金、货币型基金涉及股票操作较少，本报告主要分析偏股型基金的股票换手率：

一、2007 年基金操作稳健，整体换手率较 06 年有所下降

2007 年 A 股市场延续了 2006 年的活跃交易，保持较高的换手率，由 06 年的 571.09% 提升到 07 年的 841.24%。在此情况下，2007 年 219 只积极投资偏股开放式基金的股票换手率也保持高位，整体平均换手率（平均换手率均采用算术平均换手率）为 311.25%，封闭式基金的整体换手率为 209.24%。封闭式基金的整体换手率低于积极投资偏股开放式基金，这与封闭式基金的投资策略等操作特点有密切关系的。和 06 年相比，积极投资偏股开放式基金和封闭式基金的换手率分别同比下降 39.97% 和 18.33%。股票投资的换手率的降低表明了 07 年基金操作相对稳健。

不同基金的换手率差距明显。成立满一年的 169 只基金中换手率最高的基金和最低的基金换手率相差 1578.60%。其中，长城久恒以 1657.26% 的股票换手率居第 1 位，兴业趋势的股票换手率为 78.67%，换手率最低。

具体类型看，混合型基金的换手率远远高于股票型基金的换手率。07 年混合型基金的换手率高于股票型基金的换手率 99.42 个百分点，这一特点在 06 年也有显现，但是差距较小，相差 59.68 个百分点。混合型基金根据市场变化灵活配置的特点是出现该情况的主要原因。此外，积极投资偏股开放式基金中股票型基金和混合型基金的 07 年股票换手率也均低于 06 年。

图表 1：2006 年-2007 年各类型基金换手率

基金类型	2007 年	2007 年上半年	2007 年下半年	2006 年
封闭式基金	209.24%	126.55%	84.46%	227.57%
股票型基金	272.21%	217.21%	124.69%	324.74%
混合型基金	371.63%	261.92%	157.09%	384.42%
全部积极投资偏股型开放式基金	311.25%	235.82%	137.23%	351.22%

图表 2：2007 年基金换手率前十名与后十名

基金名称	2007 年股票换手率	2007 年净值增长率	2007 年超额收益
成立满一年的基金换手率前十名			
长城久恒	1657.26%	76.88%	9.24%
天治优选	1638.70%	120.65%	53.02%
世纪分红	1282.08%	99.48%	31.85%
天治核心	1265.59%	126.33%	58.70%
天治增长	1154.95%	76.33%	8.70%
金鹰精选	1146.44%	54.47%	-13.16%
荷银预算	1024.26%	68.81%	1.18%
金鹰优选	844.80%	132.39%	64.76%
合丰周期	829.53%	81.77%	14.14%
巨田基础	802.05%	128.02%	60.38%
成立满一年的基金换手率后十名			
兴业趋势	78.67%	153.21%	85.57%
上投成长	109.20%	156.76%	89.12%
广发优选	110.57%	144.02%	76.38%
招商成长	114.58%	133.88%	66.25%
广发稳健	115.71%	126.97%	59.33%
兴业全球	118.07%	152.44%	84.80%
广发小盘	134.89%	148.19%	80.56%
国海弹性	139.09%	164.34%	96.70%
富国天益	141.13%	118.38%	50.75%
博时主题	141.38%	188.61%	120.98%

从 2007 年上半年和下半年的换手率看，各类型基金的 07 年上半年的股票换手率明显高于 07 年下半年。主要是由于上半年市场单边上扬，热点纷呈，导致基金换手率加快；而 07 年下半年中，3 季度大盘蓝筹行情复苏、4 季度市场的深幅调整，行情运行复杂等因素减少了股票的换手。

二、分红加快基金换手率，拆分对基金换手率影响较小

2007 年 219 只积极投资偏股型开放式基金中 151 只基金进行了 332 次分红，其中每 10 份累计分红额度超过 10 元的有 62 只，分红次数超过 3 次有 36 只，单次分红每十份超过 5 元的有 79

只共 91 次。多次分红实现了及时回报投资的同时，分红所需要的卖股票变现，以及部分基金大比例分红后持续影响带来的份额的大幅扩张，对基金的投资操作也造成了必然的影响，下面我们对这些进行过分红的基金所呈现的股票换手率特点加以分析：

219 只积极投资偏股型开放式基金 07 年的平均换手率为 311.25%，151 只 07 年进行过分红的积极投资开放式偏股型基金换手率的平均值为 356.39%，而 07 年没有分过红的 68 只积极投资开放式偏股型基金的换手率平均值就相对较小，仅为 211.02%；累计分红额度超过 10 元的 62 只基金换手率平均值为 383.46%；单次分红每 10 份超过 5 元（包括 5 元）的 79 只积极投资偏股型开放式基金换手率的平均值为 372.79%；分红次数超过 3 次的 36 只基金换手率达 454.65%，其中世纪分红 07 年分红 6 次，股票换手率达到 1282.08%。可见分红次数的增加更能加快股票的换手率。

相比较而言，基金拆分对投资操作的影响相对就比较小一些，07 年共有 40 只基金进行拆分，平均换手率为 303.23%，低于整体平均换手率。

图表 3：分红与拆分对基金换手率的影响

类别	平均换手率
积极投资偏股型基金（219）	311.25%
分过红的基金（151）	356.39%
未分过红的基金（68）	211.02%
累计分红额度超过 10 元基金（62）	383.46%
分红次数超过 3 次的基金（36）	454.65%
单次分红每 10 份超过 5 元（含 5 元）的基金（79）	372.79%
拆分基金（40）	303.23%

由此看出，基金分红，特别是基金大比例分红及分红次数的增加均加快基金的股票换手率，但是基金拆分对基金股票换手率影响不明显。

三、小规模基金公司呈现高换手，合资基金公司以中低换手率为主

我们选取 57 家（剔除金元比联基金公司）基金公司在 2007 年四个季度平均资产管理规模，按照降序排列，取序列 3 分点，把各基金公司规模按照大、中、小分成三部分；同样把 57 家基金公司的 2007 年年度换手率按照降序排列，取序列 3 分点，把基金公司年度换手率按照高、中、低分成 3 部分，我们来探寻一下各基金公司的股票换手率情况。

● 不同基金公司换手率迥异

57 家基金公司的平均股票换手率为 282.49%，由于各基金公司的投资策略、投资理念的不同，各基金公司的偏股型基金的股票换手率迥异，差别较大：信达澳银基金公司股票换手率最低为

94.97%，国海富兰克林基金公司的股票换手率也低于 100%。此外，华商基金、兴业基金、益民基金、光大保德信基金、上投摩根基金、广发基金、富国基金等股票换手率也处于较低水平。换手率最高的新世纪基金公司的股票换手率达到 1282.08%，排名第 1，天治基金、金鹰基金的股票换手率分别为 1270.13%、870.42%，排名第 2、3 名。2007 年最高的股票换手率与最低的差距达到 1187.10%。

图表 4：换手率前十名与后十名基金公司

换手率后十名		换手率前十名	
公司	换手率	公司	换手率
信达澳银	94.97%	新世纪	1282.08%
国海富兰克林	98.73%	天治	1270.13%
华商	101.68%	金鹰	870.42%
兴业	107.24%	东吴	644.24%
益民	114.07%	信诚	628.28%
广发	114.82%	泰信	405.11%
光大保德信	115.04%	天弘	370.64%
上投摩根	129.33%	中海	337.98%
富国	140.21%	中信	336.16%
汇添富	146.10%	东方	334.41%

● 小规模基金公司换手率高，大规模基金公司换手率保持低水平

由表 5，我们看出小规模基金公司中以高换手率为主，高股票换手率的个数占比 68.42%，其中股票换手率前 5 名中的基金公司 4 季度末管理规模均不到 100 亿元；中规模基金公司中低换手率公司个数最多，占比为 47.37%；而大规模基金公司中高股票换手率的个数占比仅有 10.53%，主要以中换手率为主，占比达到 52.63%，规模超过 1000 亿的基金公司中，华安基金、广发基金、博时基金换手率较低。

图表 5：不同规模基金公司的换手率分布情况

规模分类	换手率分类	数量	占比
小规模 (19)	高	13	68.42%
	中	3	15.79%
	低	3	15.79%
中规模 (19)	高	4	21.05%
	中	6	31.58%
	低	9	47.37%
大规模 (19)	高	2	10.53%
	中	10	52.63%
	低	7	36.84%

● 内资基金公司以中高换手率为主，合资公司以中低换手率为主

截至 2007 年 12 月 31 日，合资基金公司个数为 29 家，旗下基金存在偏股型基金的公司个数为 26 个，由下表：

图表 6：内资和合资基金公司换手率情况

公司类别	换手率	个数	占比
合资（26）	高	5	19.23%
	中	10	38.46%
	低	11	42.31%
内资（31）	高	14	45.16%
	中	9	29.03%
	低	8	25.81%

在 26 家合资基金公司中，低股票换手率基金公司个数最多，占比 42.31%，高换手率公司个数仅有 19.23%。而 31 家内资基金公司中高股票换手率基金公司占比达到 45.16%，中低股票换手率公司各占比 29.03%和 25.81%。合资基金公司中外方股东的投资理念融合到在我国的投资中，由于境外和国内的市场环境不同，决定了投资理念上的差异是内资和合资基金公司在股票换手率上表现出明显的不同的重要原因。

四、换手率与业绩的关联性分析

以上分析了 07 年各类型基金和各基金公司股票换手率的特点，下面我们分析一下基金的股票换手率与基金业绩之间是否存在某种关系。数据分析说明：选取成立满 1 年的 169 只积极投资偏股型开放式基金的 07 年净值增长率与换手率为研究对象，其中股票型基金 98 只，混合型基金 71 只。

首先，我们观察一下积极投资偏股型开放式基金净值增长率前 10 名、净值增长率后 10 名的股票型基金和混合型基金的换手率特点：

图表 7：积极投资偏股型开放式基金前十名与后十名的净值增长率与换手率

2007 年净值增长后十名			2006 年净值增长后十名		
基金名称	股票换手率	净值增长率	基金名称	股票换手率	净值增长率
金鹰精选	1146.44%	54.47%	盛利配置	1657.83%	27.59%
盛利配置	577.70%	57.53%	德盛安心	1094.69%	37.37%
富国天源	353.16%	62.32%	荷银预算	889.32%	49.40%
国海收益	227.71%	66.02%	天弘精选	629.11%	50.36%
汇丰 2016	328.68%	68.24%	国海收益	57.85%	58.79%
荷银预算	1024.26%	68.81%	巨田基础	390.33%	66.36%
招商平衡	635.05%	70.17%	兴业可转债	469.16%	71.72%
合丰稳定	723.02%	74.10%	金鹰优选	734.31%	73.17%
德盛安心	474.50%	74.18%	建信恒久	414.01%	74.24%
嘉实策略	178.36%	74.48%	招商平衡	236.28%	74.54%
平均	566.89%	-	平均	657.29%	-
市场平均	363.54%	-	市场平均	423.63%	-
2007 年净值增长前十名			2006 年净值增长前十名		
华夏精选	449.12%	226.24%	景顺增长	135.68%	182.27%
中邮优选	378.66%	193.98%	上投阿尔法	120.32%	173.01%
博时主题	141.38%	188.61%	上投优势	240.31%	171.56%
光大红利	198.11%	175.07%	富国天益	112.52%	167.05%
华夏红利	442.93%	169.42%	银华优选	788.89%	164.37%
东方精选	286.16%	168.81%	招商成长	210.30%	161.90%
华宝收益	446.12%	167.59%	兴业趋势	301.01%	160.34%
华安宏利	224.57%	166.25%	荷银精选	309.44%	159.88%
国海弹性	139.09%	164.34%	鹏华 50	227.72%	157.92%
巨田资源	274.78%	159.00%	景顺鼎益	264.10%	156.64%
平均	298.09%	-	平均	271.03%	-
市场平均	363.54%	-	市场平均	423.63%	-

图表 8：封闭式基金前十名与后十名的净值增长率与换手率

2007 年净值增长后十名			2006 年净值增长后十名		
基金名称	股票换手率	净值增长率	基金名称	股票换手率	净值增长率
基金鸿阳	347.92%	78.32%	基金金鑫	266.30%	74.39
基金汉鼎	128.78%	89.55%	基金汉兴	293.97%	77.25
基金天华	202.28%	95.26%	基金银丰	282.14%	88.56
基金科瑞	237.77%	101.07%	基金通乾	191.55%	92.97
基金融鑫	116.72%	102.76%	基金裕阳	148.97%	93.99
基金安信	122.52%	106.04%	基金同盛	191.07%	94.19
基金金泰	200.30%	107.49%	基金汉鼎	194.40%	94.24
基金丰和	409.12%	108.42%	基金开元	323.69%	100.12
基金金鑫	194.44%	109.96%	基金同益	133.52%	100.64
基金汉兴	48.69%	111.05%	基金鸿阳	301.65%	102.35
平均	200.85%		平均	232.73%	
市场平均	217.43%		市场平均	227.57%	
2007 年净值增长前十名			2006 年净值增长前十名		
基金裕隆	296.54%	144.40%	基金科翔	113.93%	128.06
基金泰和	273.37%	143.41%	基金泰和	327.07%	126.21
基金科汇	281.38%	142.48%	基金景宏	165.86%	120.13
基金开元	279.42%	140.53%	基金金盛	154.88%	120.13
基金科翔	140.22%	137.97%	基金久嘉	473.89%	117.30
基金裕阳	108.84%	135.64%	基金融鑫	173.20%	117.18
基金景宏	102.05%	132.67%	基金科汇	208.02%	116.33
基金天元	192.22%	129.36%	基金丰和	199.00%	116.28
基金久嘉	404.71%	128.51%	基金兴华	260.80%	114.21
基金汉盛	98.26%	127.67%	基金金泰	174.77%	114.00
平均	217.70%		平均	225.14%	
市场平均	217.43%		市场平均	227.57%	

由表 7、8 看出，积极投资偏股型开放式基金业绩增长后十名基金在 06 年和 07 年的换手率均远远高于市场平均水平，而业绩增长前十名基金在 06 和 07 年的换手率均低于市场平均水平；封闭式基金中 06 年业绩增长前十名与后十名出现相同的情况，而在 07 年业绩增长前十名的换手率要高于后十名。这种现象的出现似乎说明换手率的高低和基金业绩之间有着内在逻辑关系。

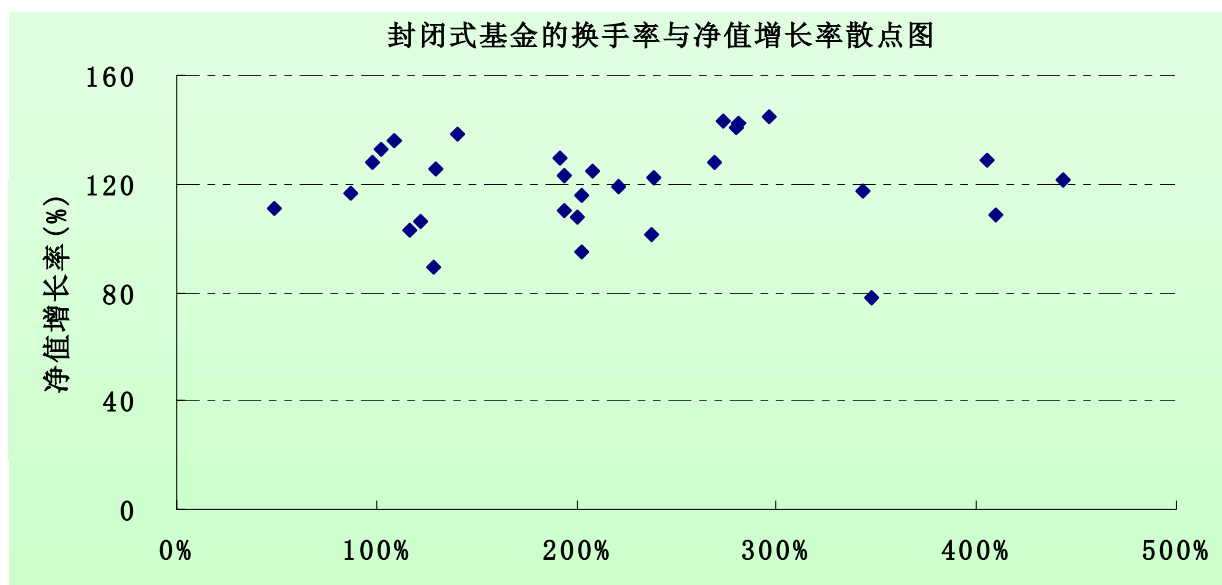
下面我们对分别对各类型基金（积极投资开放式股票型基金和混合型基金、封闭式）在 2005 年、2006 年、2007 年连续 3 年的基金业绩增长率与股票投资的换手率做相关分析，结果如下：

图表 9：2005 年-2007 年各类型基金净值增长率与换手率的相关性分析

基金类型	2007 年		2006 年		2005 年	
	数目	相关性	数目	相关性	数目	相关性
股票型	98	-0.299	60	-0.2088	40	0.0266
混合型	71	-0.2707	47	-0.4208	28	0.1072
封闭式	30	0.0473	50	-0.2228	51	0.0282

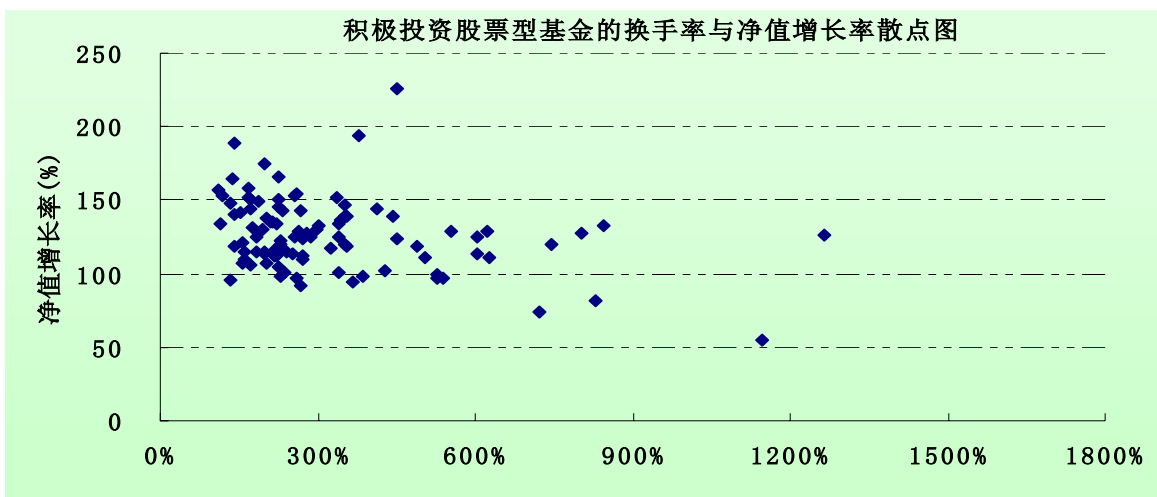
我们发现，封闭式基金的业绩增长和换手率除 06 年是呈现负相关外，在 05 年、07 年均呈现正相关，相关系数分别为 0.0473 和 0.0282。这说明在封闭式基金整体换手率较低的情况下，通过积极运作，在一定程度上有助于业绩的提升。

图表 10：封闭式基金的股票换手率与净值增长率散点图(2007 年)

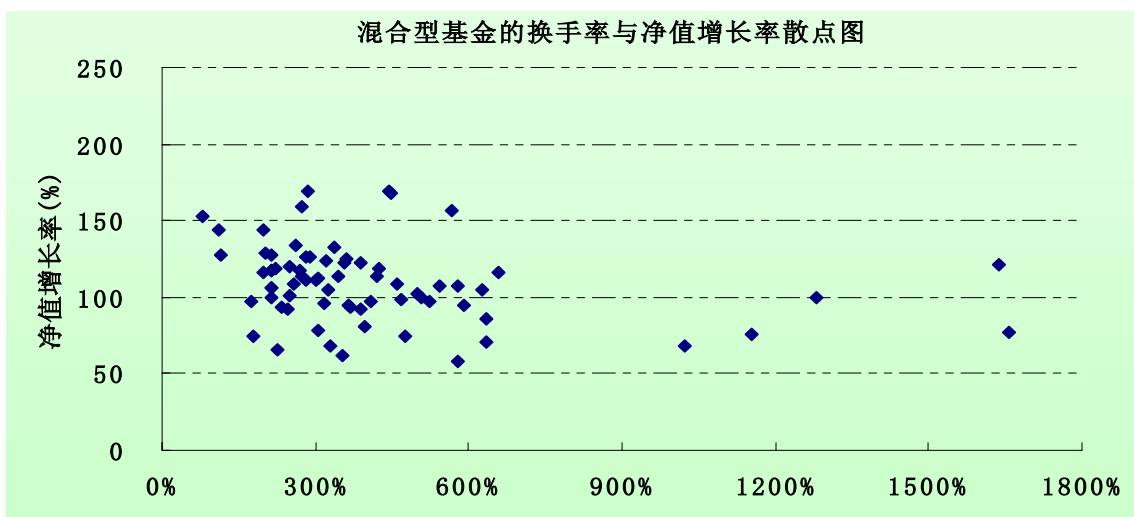


而在积极投资开放式股票型基金和混合型基金中除 05 年呈现负相关外，06、07 年均呈现负相关。由此看出，开放式基金中换手率的高低与业绩增长关系不明显。此外，我们根据股票换手率与净值增长率的散点图可以看出：股票型基金和各混合型基金净值增长率与换手率的散点大多集中在一个区域内：股票型基金的换手率大多集中在 100%-300% 的区间内，而混合型基金的换手率大多集中在 150%-600% 的区间内。

图表 11 积极投资股票型基金的股票换手率与净值增长率散点图(2007 年)



图表 12: 混合型基金的股票换手率与净值增长率散点图(2007 年)



综上，通过对基金的股票投资换手率特点分析，2007 年基金投资整体上是趋于稳健的，由于市场环境的不同，07 年上半年的换手率明显高于下半年的换手率；在基金公司的换手率中，小规模基金公司保持了较高的换手率；由于中国市场的成熟，投资理念与国外市场的不同，内资基金公司的换手率明显高于合资基金公司；基金做持续营销的两种方式中，分红有助于加快股票的换手率，而拆分基金对换手率影响不大；在对换手率与基金业绩的分析中，封闭式基金通过积极操作在一定程度上有助于业绩的提升，而开放式基金换手率对业绩的影响不明显。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014