

## 嘉实恒生中国企业指数基金(LOF)投资价值分析

**危机过后，中国经济仍高速增长：**在全球爆发次贷危机之后，中国成为世界经济的支柱，而此次欧洲主权债务危机中，我们认为中国将继续发挥带领世界走出衰退的火车头作用。我们预测 2010 年中国 GDP 增速在 9.8%。持续高速增长将提升大中华区在世界资产配置中的权重，中国概念股将吸引全球更多的投资目光，投资中国也将分享到世界经济在复苏过程中的诸多投资机会。

招商证券(香港)研究部

陈文质

86-755-83295367

cwz@cmschina.com.cn

2010 年 8 月 28 日

**基金投资首选指数基金：**经典金融学理论的基石是市场是有效的，而在一个有效的市场中最好的投资方式即是指数化投资。指数基金作为指数化投资的最佳代表，相对于其它基金，具备诸多优点：一是不需要花费大量时间和财力去研究个股，而且持有期限长，换手率低，节约了大量的交易成本和管理费用；二是充分分散投资组合，有利于降低非系统性风险；三是不进行主动的投资决策，风险监控比较简单。巴菲特从不公开推荐任何股票和基金，但唯一的例外就是指数基金。

**H 股具备长期投资价值：**国企指数精选了 H 股中市值最大、流动性强的 40 只股票，覆盖 95% 的 H 股总市值，代表了香港股票市场核心的优质资产，总市值近 4 万亿港元，涉及金融业、能源业、原材料、耐用消费品、服务等 9 个行业，在恒生指数的权重已逾 50%，对恒指走向的影响力举足轻重。

**H 股的优势：**在 06-10 年牛熊转换的行情下，国企指数分别跑赢恒指与红筹指数 47.39% 和 10.44%，年均收益率高达 16.59%，具备优异的投资收益率；其次，目前香港股市估值水平处于历史平均水平，远低于 A 股、台湾与印度等新兴市场，与美国等发达市场相当，表现出了明显的估值优势；另外，H 股有着更低的换手率的波动率，摩根士丹利统计数据显 示，H 股平均年换手率低于 100%，远远低于 A 股换手率水平 500% 的水平，而且波动性小于上证 180 指数。

**风险提示：**本基金投资于境外证券市场，基金净值会因为境外证券市场波动等因素产生波动。基金投资中出现的风险分为如下三类，一是境外投资风险，包括海外市场风险、汇率风险、政治风险、新兴市场投资风险等；二是开放式基金风险，包括流动性风险、管理风险、会计核算风险、税务风险、交易结算风险、法律风险、衍生品风险等；三是本基金特有的风险。

## 一、危机过后，中国经济仍高速增长

在金融危机发生后，全球各个经济体都采取了大规模经济刺激计划，世界经济因此得以在2009年摆脱衰退，并逐渐恢复增长。2009年冬季气候异常，在一定程度上对许多国家今年前三个月的经济活动产生了影响，但主要经济指标和商业调查却表明，全球经济正在朝着积极的方向发展，并极有可能呈现可持续性增长。2010年，全球经济有望增长3.4%，并在2011年达到3.2%。

美国经济全年经济增速在 3.5% 上下，走势两头高中间低。下半年消费对美国经济的贡献作用将增大，一方面，由于就业人数增加和工资水平的上升，当期收入改善对消费有支撑作用；另一方面，股票市场的回升和房地产市场的企稳通过财富效应支撑消费。未来两年削减财政赤字对经济增速有负面影响，2011 和 2012 年美国经济增长应在 2.8% 的历史均值上下波动。

随着 2010 年二季度财政刺激效果衰减完毕，补库存过程接近尾声，欧元区经济增长动能将会再次减弱。债务危机进一步加大了经济复苏的不确定性，出口复苏未必能够完全填补消费和投资下滑的缺口，预计 2010 年欧元区 GDP 同比增速将不超过 0.5%，前高后低。主权债务风险在欧洲具有相当高的普遍性，年初以来有加速蔓延的趋势。欧洲央行的货币政策更侧重管理通胀预期，尽管近期通胀预期有所抬头，但通胀压力不大。考虑到欧洲债务危机，欧洲央行的加息时点将会推后至 2011 年。

中国政府上半年紧锣密鼓的宏观调控，限制了信贷投放和固定资产投资增速的过快增长，其对进口的抑制作用也将在下半年逐步显现。不过，由于外围经济风险增加，国内宏观调控在第三季度将进入观察期，调控力度将会呈现“前紧后松”态势。因此，下半年宏观经济“外冷内热”的格局将会延续。我们维持 2010 年对外贸易将出现恢复性增长的判断，但贸易顺差将显著收窄。进出口总额将明显高于 2009 年的水平，但难以超越 2008 年的水平。预计全年进出口总额将达 24,962 亿美元（同比增长 13.1%），其中进口总额将达 11,635 亿美元（同比增长 15.7%），出口总额将达 13,327 亿美元（同比增长 10.9%）。贸易顺差将由 09 年的 1,961 亿美元，收窄至 1,692 亿美元，同比下降 13.7%。

在全球爆发次贷危机之后，中国成为世界经济的支柱，而此次欧洲主权债务危机中，我们认为中国将继续发挥带领世界走出衰退的火车头作用。我们预测 2010 年中国 GDP 增速在 9.8%。持续高速的增长性将提升大中华区在世界资产配置中的权重，中国概念股将吸引全球更多的投资目光，投资中国也将分享到世界经济在复苏过程中的诸多投资机会。

## 二、基金投资首选被动型指数基金

投资策略一般可分为主动型投资策略和被动型投资策略。主动型投资策略采用相对主观、复杂和难于量化的选股原则选股，而被动型投资策略则采用相对客观和简单的选股策略，其中指数化投资方法是被动型投资策略中最重要的投资方法之一。所谓指数化投资，就是以复制指数构成股票组合作为资产配置方式，其特点和优势在于投资风险分散化、投资成本低廉、追求长期收益和投资组合透明化。经典金融学理论的基石是市场是有效的，而在一个有效的市场中最好的投资方式即是指数化投资。

### 什么是指数基金

指数基金作为指数化投资的最佳代表，是指按照某种指数构成的标准，购买该指数包含的证券市场中的全部或部分证券的基金，其目的在于达到与该指数相同的收益水平。

相对于其它基金，指数基金有诸多优点：一是不需要花费大量时间和财力去研究个股，而且持有期限长，换手率低，节约了大量的交易成本和管理费用；二是充分分散投资组合，有利于降低非系统性风险；三是不进行主动的投资决策，风险监控比较简单。

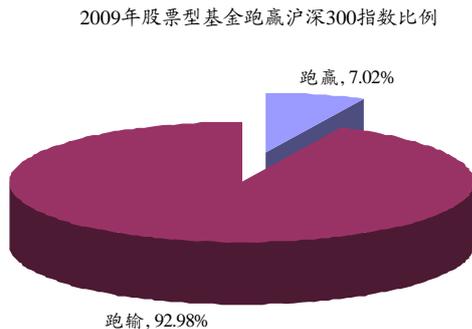
### 为什么投资指数基金

巴菲特从不公开推荐任何股票和基金，但唯一的例外就是指数基金。巴菲特曾在 1996 年致股东的信中这样说：“大部分投资者，包括机构投资者和个人投资者，早晚会发现，最好的投资股票方法是购买管理费很低的指数基金”。2003 年致股东的信中也提到“对于大多数想要投资股票的人来说，收费很低的指数基金是最理想的选择”。从某种意义上讲，指数基金的以被动方式分享市场收益并承担市场风险的投资理念，契合中国传统哲学中的道家理念，即“道法自然”、“无为而无不为”。

选择指数基金最重要的原因还在于，一般的共同基金难以战胜市场，超越指数。统计研究表明，1988-1998 年 10 年间标普 500 指数的年平均收益率比股票投资基金还要高出 3 个百分点，而自 1972-1998 年间，全美国 50% 以上的股票基金能超越标普 500 指数表现的年份只有 9 年，而有 17 年低于该指数。另外，主动式投资的基金的业绩表现大多不具连续性，在某一时期业绩表现较好的基金在另一阶段可能表现较差，例如美国在 1970-1980 年间排名前 20 的基金在 1980-1990 年间基金上都跌出了前 20。

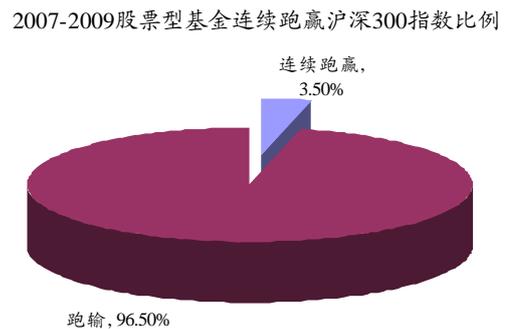
这种情况在 A 股市场也同样存在。2009 年所有股票型基金能跑赢沪深 300 指数的仅占 7.02%，2007-2009 三年连续跑赢沪深 300 指数的仅为 3.50%；而在 2007 年跑赢沪深 300 指数的 17 只基金里在 2009 年有 12 只跑输指数，有的甚至跌出百名开外，业绩排名落在所有基金里的后 1/4。共同基金对市场的难以战胜和基金业绩的不稳定性和不连续性可见一般。

图 1: 仅 7.02% 股票型基金在 2009 年跑赢沪深 300 指数



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 2: 2007-2009 三年连续跑赢沪深 300 指数的仅占 3.50%



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

### 指数基金可以用来管理投资组合风险

对于重视风险管理的投资者而言，风险预算在投资风险管理中处于重要地位。在风险预算较为严格的情况下，完全主动投资很难达到风险预算的限制要求，在投资中引入指数基金以后，指数基金可以稀释相对风险，使组合的风险指标达到风险预算的范围内。

而且在特定的市场行情中，指数基金还适合用来作为“波段操作”的工具。由于指数基金严格跟踪目标指数，其收益率就是目标指数的增长率。在投资者认为“相对低点”的时候买入指数基金，在“相对高点”卖出，可以有效达到“波段操作”的目标要求。而用股票做“波段操作”，由于股票涨幅和指数涨幅有偏差，容易出现“赚了指数不赚钱”的情况。用主动管理的股票型基金来做“波段”也容易出现同样情况，在上涨行情中，主动管理股票型基金因为仓位等其他因素的限制，很难跟上指数的涨幅。

## 三、H 股具备长期投资价值

H 股也称国企股，指注册地在内地、上市地在香港的外资股，简单来说，也可理解为到香港上市的国企股。自从 1993 年第一只 H 股——青岛啤酒到香港上市，便开启了 H 股的新时代。经过十余年的发展，截至

2009 年底，H 股上市公司已达 150 家。为反映在香港市场上市、具有代表性的内地企业股票价格变动的概貌和运行状况，香港恒生指数服务公司于 1994 年 8 月 8 日首次发布了恒生中国企业指数 (HSCEI) 即国企指数，又称 H 股指数。该指数精选 H 股中市值最大、流动性强的 40 只股票组成“梦之队”，覆盖 95% 的 H 股总市值，代表了香港股票市场核心的优质资产，因此也被业内人士视为“港股风向标”。

经过 16 年的发展，恒生国企指数已成为代表中国内地经济成长的权威指数。覆盖 95% 的 H 股总市值，总市值近 4 万亿港元，涉及金融业、能源业、原材料、耐用消费品、服务等 9 个行业，在恒生指数的权重已逾 50%，对恒指走向的影响力举足轻重。观察其成员名单，虽然仅有 40 只，但却汇聚了各行业龙头企业。既包括四大国有银行、中国人寿、中国石油等内地蓝筹巨头，也有比亚迪、东风集团、中国电信、中国财险等 A 股所没有的优质个股。同时不同于内地多数指数每半年调整一次样本股，国企指数还将按季调整，确保成份股的比重上限为 10%，以避免个别公司过高流通市值的影响，编制方法更为透明、清晰，也保证了这只国企“梦之队”的实力。

### 优异的投资收益率

作为香港市场历史最长、使用面最广的中国内地企业指数，恒生国企指数也经受住了市场考验，显现出长期稳健而优秀的历史收益率。相比恒生指数与红筹指数，国企指数更表现出超额收益，在 06-10 年牛熊转换的行情下，国企指数分别跑赢恒指与红筹指数 47.39% 和 10.44%，年均收益率高达 16.59%，具备长期投资价值。

图 3： 国企指数跑赢恒生指数和红筹股指数

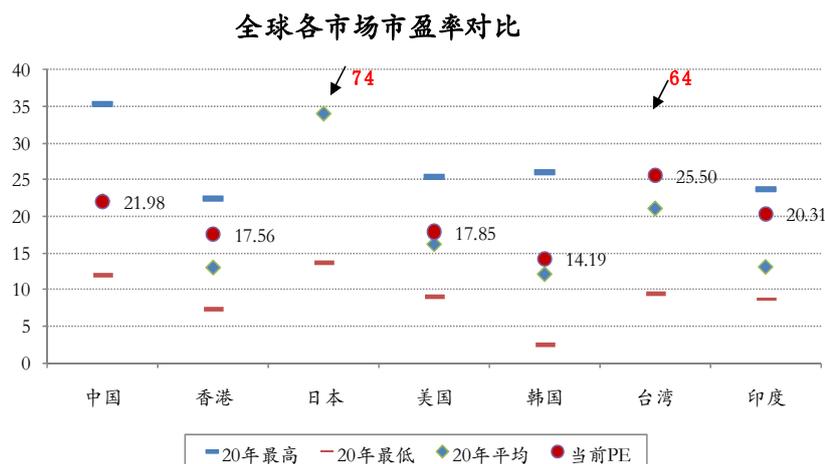


资料来源：Bloomberg，招商证券(香港)

### 明显的估值优势

香港作为区域性金融中心，金融市场发展成熟，目前香港股市估值水平处于历史平均水平，远低于 A 股、台湾与印度等新兴市场，与美国等发达市场相当，表现出了明显的估值优势和成长优势，有较大的上升潜力和空间。

图 4： 相比其它市场，香港股市具备估值优势



资料来源：Bloomberg，招商证券(香港)

图 5： 长期以来，H 股 PE 一直低于 A 股



资料来源：Bloomberg，招商证券(香港)

## 与 A 股的高度相关性

而随着近年越来越多的大型国有企业在香港上市，香港股市已从以前美国股市的影子市场变为同时受美股和内地股市的双重影响，并且从历史数据看，H 股和 A 股的相关度极高，其中 H 股指数和沪深 300 指数相关性达 0.94，与上证综指相关性为 0.82，两者的 R 平方系数分别为 0.88 和 0.67。因此，通过投资香港国企指数便可以分享到中国经济高速发展的收益。

| 相关系数   | 上证综指 | 沪深 300 | 国企指数   |
|--------|------|--------|--------|
| 上证综指   | 1    | 0.9747 | 0.8216 |
| 沪深 300 | -    | 1      | 0.9424 |
| 国企指数   | -    | -      | 1      |

数据来源：Bloomberg，招商证券(香港)

## 更低的换手率和波动率

摩根士丹利统计数据显示，H 股平均年换手率低于 100%，远远低于 A 股换手率水平 500% 的水平。另外不论是在市场单边上涨的 2005.6.30 ~ 2007.9.30，还是单边下跌的 2007.10.1 ~ 2008.10.30，恒生国企指数波动性均小于上证 180 指数。这主要是因为 A 股投资群体以个人投资者为主，而机构投资者是 H 股最主要的投资群体。更成熟和理性的投资群体和投资诉求从根本上决定了 H 股比 A 股更低的投机成分和波动性。

## 四、风险提示

本基金投资于境外证券市场，基金净值会因为境外证券市场波动等因素产生波动。基金投资中出现的风险分为如下三类，一是境外投资风险，包括海外市场风险、汇率风险、政治风险、新兴市场投资风险等；二是开放式基金风险，包括流动性风险、管理风险、会计核算风险、税务风险、交易结算风险、法律风险、衍生品风险等；三是本基金特有的风险。本文我们主要想着重提示一下境外投资的风险。

### 海外市场风险

市场风险是指由于市场因素如基础利率、汇率、股票价格和商品价格的变化或由于这些市场因素的波动率的变化而引起的证券价格的非预期变化，并产生损失的可能性。本基金将主要投资于香港证券市场，

因此一方面基金净值会因香港市场的整体变化而出现价格波动。另一方面，香港市场经济发展的周期变化也将对基金的投资收益产生影响。

### 汇率风险

本基金每日的净资产价值以人民币计价，而基金资产主要投资于以港币计价的标的，因此当人民币汇率发生变动时，将会影响到人民币计价的净资产价值。

### 政治风险

国家或地区的财政政策、货币政策、产业政策、地区发展政策等宏观政策发生变化，导致市场波动而影响基金收益，也会产生风险，称之为政治风险。例如，外国政府可能会鉴于政治上的优先考虑，改变支付政策。本基金以香港市场为主要投资地区，因此香港市场的政治、社会或经济情势的变动(包括自然灾害、战争、暴动或罢工等)，都可能对本基金造成直接或者是间接的负面冲击。

### 新兴市场投资风险

新兴市场国家/地区仍处于现代化发展的初级阶段，难以预计的改变有可能影响基金投资收益。新兴市场政府一般会维持高度而直接的经济控制权，可能采取一些突然而且影响深远的政策。国有化、征用私人财产、提高税收、外汇管制、政治变动、政府规定的变化、社会不稳定或外交事件，均有可能对新兴市场经济以及基金所投资的金融工具构成不良影响。此外，投资新兴市场还面临市场流动性不足、价格波动大、对外国投资及本金汇出有管制、高通胀、高利率的风险。

**免责声明:**

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告做出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去 12 个月内为本报告中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等),并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其它规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报告中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:陈文质未持有本报告中所提股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828