

## 均衡与成长并重 增强为指数增色

2011年10月13日

### 摩根士丹利华鑫深证300指数增强型基金投资价值分析

大摩深证 300 指数增强型基金是摩根士丹利华鑫基金旗下的第一只指数型基金,该基金在有效跟踪深证 300 指数的基础上,通过运用增强型投资策略,力争获取超越业绩比较基准的投资收益。A 股市场当前处于历史性底部,是指数基金建仓的良好时机,深证 300 指数兼具均衡性与成长性,适合风险承受度较高的投资者长期持有。

- **基金产品简介** 按照招商证券分类,摩根士丹利华鑫深证 300 指数增强型基金属于增强指数型基金,以深证 300 价格指数为跟踪标的。该基金股票资产占基金资产的比例范围为 90% - 95%,其中投资于深证 300 指数成份股和备选成份股的资产比例不低于基金资产的 80%。
- **目前市场处于估值底部,机遇大于风险**
  - 短期来看,通胀逐渐得到控制,货币政策有望放松。
  - 短期经济有所放缓,不改长期增长趋势。
  - 市场估值处于历史性底部,未来下跌空间有限。
- **指数基金进入良好投资区间** 从历史平均水平来看,指数基金在上升市中表现将会优于主动性股票基金和混合基金,目前 A 股已经进入了估值洼地,下跌空间有限,现阶段是指数基金良好的建仓时机。
- **深证 300 指数兼具均衡性和成长性,是进行指数投资的良好标的**
  - 深证 300 指数行业覆盖均衡,从行业集中度指标 HHI 来看,深证 300 指数比其他主要市场指数的行业分散度更高。
  - 深证 300 指数成长性优秀,符合经济结构转型和战略性新兴产业的行业权重更大,包含了更多的具备良好成长性的中小盘个股,在未来具备更大的成长空间和投资价值。
  - 深证 300 指数在自发布以来表现良好。
- **基金管理人与基金经理** 摩根士丹利华鑫基金成立于 2003 年 3 月,目前公司已经募集并管理 8 只基金,基金产品风险定位由高到低,形成较为完整的产品线。目前公司管理资产规模达到 118.6 亿。拟任基金经理赵立松先生,加拿大约克大学经济研究硕士,美国特许金融分析师(CFA),12 年证券从业经验。
- **投资建议** 从风险收益特征来看,该基金属于高风险、高预期收益的基金产品,其预期风险和预期收益高于混合型、债券型基金和货币市场基金。建议风险承受能力较高、投资期限长、希望在获得市场平均收益的基础上进一步获得一定超额收益的投资者以及进行在股票市场定投的投资者重点关注。
- **风险提示** 该基金主要采取指数化的投资策略,风险资产的仓位需要维持在较高水平,无法规避市场下跌的风险。同时,该基金采取增强策略进行辅助投资,对标的指数的跟踪误差有可能会较大,从而无法实现与指数一致的收益。

贾戎莉

0755-83734554  
jjarl@cmschina.com.cn  
S1090511040012

研究助理

张夏

86-755-82900253  
zhangxia1@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、基金产品简介.....	4
二、市场处于估值底部，指数基金进入良好投资区间.....	5
1、通胀逐渐得到控制，货币政策有望放松.....	5
2、短期经济增长有所放缓，不改长期经济增长态势.....	5
3、市场估值处于历史性底部，未来下跌空间有限.....	6
4、指数基金进入良好投资区间.....	7
三、指数投资的良好标的：深证 300 兼具均衡性和成长性.....	8
1、深证 300 指数简介.....	8
2、深证 300 指数行业覆盖均衡，同时兼具成长性.....	8
3、深证 300 指数在自发布以来表现良好.....	9
四、基金管理人与基金经理.....	10
1、基金管理人简介.....	10
2、拟任基金经理.....	10
五、投资建议与风险提示.....	11
1、投资建议.....	11
2、风险提示.....	11

图表目录

图 1: 物价水平见顶回落 ..... 5

图 2: 货币及金融机构贷款余额增速回落至合理水平 ..... 5

图 3: PMI 接近扩张收缩分水岭 ..... 6

图 4: 经济增长三驾马车目前保持相对稳定 ..... 6

图 5: 市场估值处于历史较低水平 ..... 7

图 6: 过去 5 年中牛市各类型基金平均积累回报 ..... 7

图 7: 最近 3 年各类基金年平均积累回报 ..... 7

图 8: 主要指数行业集中度比较 ..... 8

图 9: 深证 300 指数成分股行业分布 ..... 9

图 10: 深证 300 指数成分股风格分布 ..... 9

图 11: 指数基金常用标的收益表现 (2009-11-4 至 2011-9-30) ..... 9

图 12: 指数基金常用标的过去三年业绩比较 (2008-10-6 至 2011-9-30) ..... 10

表 1: 主要指数行业分布比较 ..... 8

表 2: 主要指数估值水平比较 ..... 9

摩根士丹利华鑫深证 300 指数增强型证券投资基金是摩根士丹利华鑫基金管理有限公司旗下的第一只指数型基金，该基金在有效跟踪深证 300 指数的基础上，通过运用增强型投资策略，力争获取超越业绩比较基准的投资收益。

## 一、基金产品简介

### 投资目标

摩根士丹利华鑫深证 300 指数增强型基金在有效跟踪深证 300 指数的基础上，通过运用增强型投资策略，力争获取超越业绩比较基准的投资收益，谋求基金资产的长期增长。

该基金对业绩比较基准的跟踪目标是：力求控制基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 7.75%。

### 投资范围

该基金投资范围为具有良好流动性的金融工具，包括国内依法发行上市的股票（包含中小板、创业板及其他经中国证监会核准上市的股票）、债券、货币市场工具、权证、资产支持证券、股指期货以及法律法规允许基金投资的其他金融工具（但须符合中国证监会的相关规定）。

该基金投资组合比例为：股票资产占基金资产的比例范围为 90% - 95%，其中投资于深证 300 指数成份股和备选成份股的资产比例不低于基金资产的 80%；除股票外的其他资产占基金资产的比例范围为 5% - 10%，保持现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%，股指期货、权证及其他金融工具的投资比例符合法律法规和监管机构的规定。

### 业绩比较基准

该基金的业绩比较基准为：深证 300 价格指数收益率  $\times$  95% + 银行活期存款利率（税后） $\times$  5%。

### 投资策略

该基金以深证 300 指数为目标指数，主要采用指数化投资为主要投资策略，力求控制基金份额净值增长率与业绩比较基准间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 7.75%。

同时该基金采取增强型主动投资策略来进行辅助，以追求超越指数的回报，该基金将采取的增强策略包括：成份股增强策略和非成份股增强策略。通过对目标指数成份股的深入研究，选择景气度处于上升行业中价值被市场低估的个股对指数投资组合进行优化增强。同时，该基金将在充分利用公司研究团队研究成果的基础上，以“自上而下”与“自下而上”相结合的方法，精选出少量具备估值优势、持续成长能力的成份股之外的股票建立增强股票库。

### 风险收益特征

该基金为股票指数型基金，属于高风险、高预期收益的基金产品，其预期风险和预期收益高于混合型基金、债券型基金和货币市场基金。

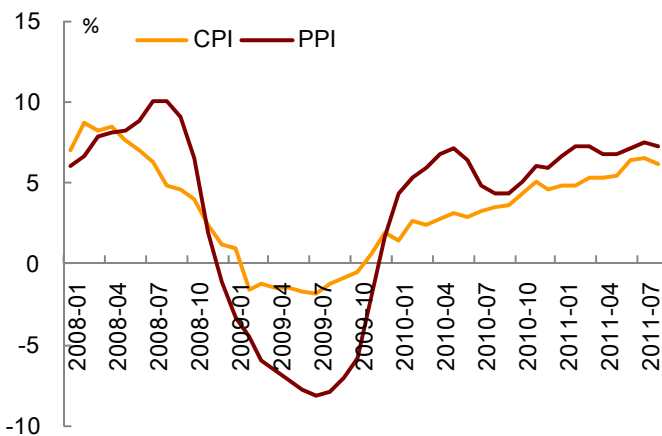
## 二、市场处于估值底部，指数基金进入良好投资区间

### 1、通胀逐渐得到控制，货币政策有望放松

自去年下半年开始，受到美国货币扩张政策的影响，国际大宗商品价格和能源价格连创新高。金融危机期间国内的货币扩张效应也在今年开始显现，物价水平一路走高。2011年7月CPI涨幅已达到6.4%。

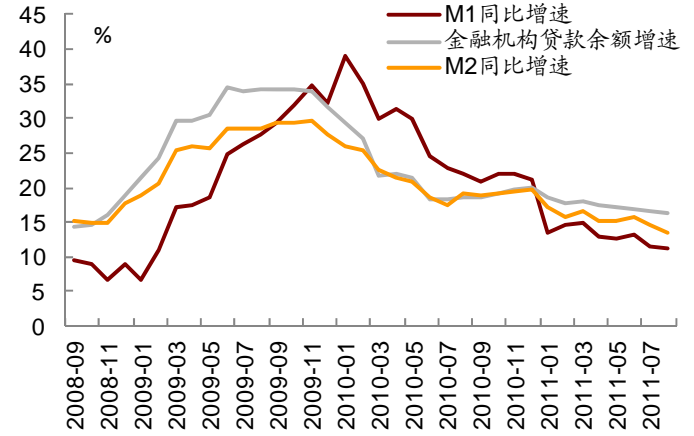
为控制通胀，央行采取了一系列紧缩的措施，M2增速和金融机构贷款余额增速都出现大幅下滑。目前的货币供应水平已经回落到合理的区间，为控制物价创造了良好的货币条件，同时也使得货币政策有了一定的操作空间。进入3季度，国际大宗商品价格大幅下跌，外围通胀压力减小，有利于物价回落。8月份CPI涨幅下降至6.2%，国内通胀势头得到遏制，预计物价水平将会逐渐回落。

图 1：物价水平见顶回落



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2：货币及金融机构贷款余额增速回落至合理水平



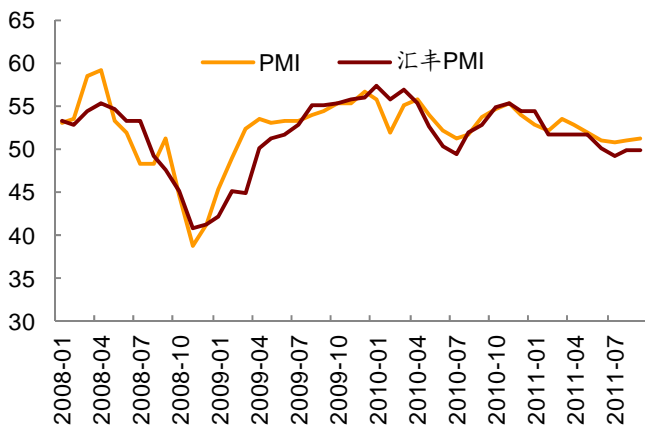
资料来源：CIEC，招商证券研发中心

当通胀控制在合理的水平之后，货币政策有望出现放松。预计四季度至明年一季度市场的流动性将有所改善，为市场的反弹创造良好货币条件。

### 2、短期经济增长有所放缓，不改长期经济增长态势

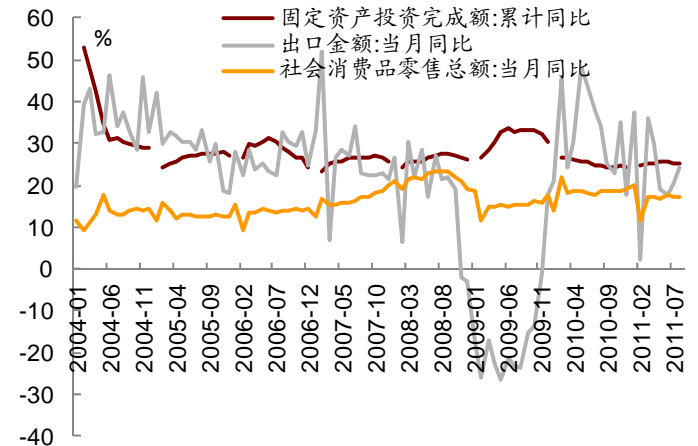
短期来看,经济增长有所放缓。从 PMI 的数据来看，7 月的 PMI 指数接近 50 的扩张、收缩分水岭。汇丰 PMI 甚至低于了 50 的水平。8 月的 PMI 较上月有所反弹。目前，拉动经济的三驾马车中的固定资产投资和出口增速虽然相对前几年处于较低水平，但总体保持了较为稳定的水平。

图 3: PMI 接近扩张收缩分水岭



资料来源: 招商证券研发中心, Wind

图 4: 经济增长三驾马车目前保持相对稳定



资料来源: 招商证券研发中心, Wind

从中长期来看, 城市化、工业化改造和经济结构转型引擎还在, 中国经济长期向好的态势难以改变:

一是城市化进程仍旧没有结束, 而是逐步向中西部地区扩散, 这是支撑中国经济长期增长的战略支点;

二是工业化改造的空间巨大。和全球平均和主要发达国家相比, 中国在提升劳动力质量、ICT 资本投入和全要素生产率的潜力依旧十分巨大;

三是新兴产业的发展。新兴产业十二五规划近期纷纷出台, 发展新兴产业已经上升到国家战略的高度。大力发展新兴产业将在未来促进中国生产力持续提高, 由过去依靠资本投入的粗放型增长转变为依靠技术进步、知识投入的集约型增长模式。经济增长方式的转变, 将为中国经济的发展注入长久的动力。同时, 对于资本市场来讲, 新兴产业领域的企业也会给市场带来更多活力, 带动资本市场良性发展。

### 3、市场估值处于历史性底部, 未来下跌空间有限

就目前国际经济形势来看, 欧美的债务危机仍在困扰着西方国家, 短期内难以迅速解决, 全球性危机还没有真正过去。8 月份, 全国居民消费价格总水平同比上涨 6.2%, 环比下跌 0.3%。8 月份 CPI 呈现明显回落趋势, 与市场此前的预期相符, 若未来 2-3 个月通胀持续下滑、四季度货币政策有所松动, 市场将会逐步转暖。

同时, 尽管当前市场受各种问题和担忧的困扰而徘徊不前, 但整体来看, 按照上海证券交易所和深圳证券交易所公布的数据, 目前沪深两市平均市盈率<sup>1</sup>仅有 20 倍左右, 已经处在近 10 年来相对低位。市场整体估值水平已基本与国际接轨, 系统性风险并不大。

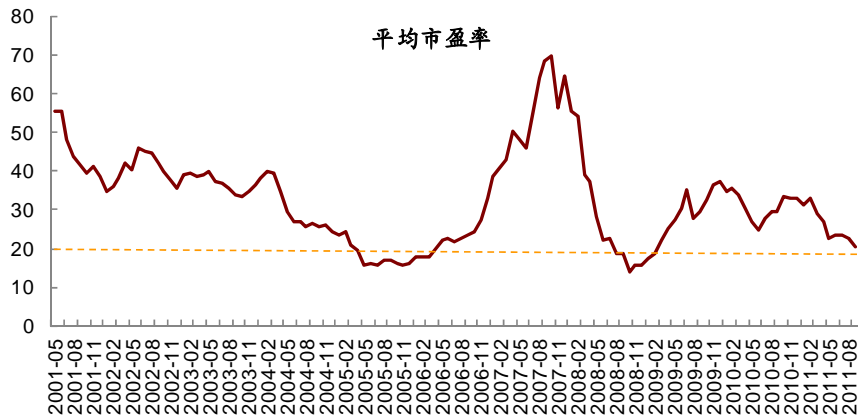
<sup>1</sup> 这里的市场平均市盈率等于上海证券交易所公布的平均市盈率和深圳证券交易所公布的平均市盈率的均值

交易所公布的平均市盈率按照如下公式计算:

$$\text{市场平均市盈率} = \frac{\sum \text{月末股票价格} \times \text{发行数量}}{\sum \text{上年每股收益} \times \text{发行数量}}$$



图 5：市场估值处于历史较低水平



资料来源：Wind，招商证券研发中心

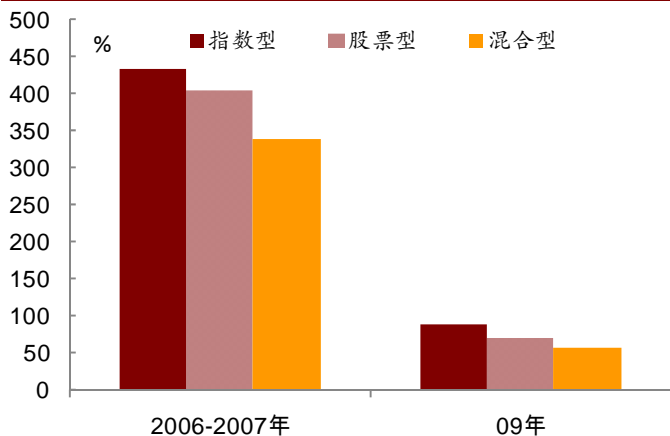
我们认为市场担忧的经济硬着陆出现的概率不大；地方债务问题必然会以某种方式达成妥协，而不会真的出现违约现象；房地产价格目前也得到了控制，未来出台更严厉的调控措施的概率下降。

综上所述，A股市场目前正处于估值洼地，虽然短期风险因素并未完全消失，但中长期来看，在内外条件均有望改善的条件下，A股市场有望开始新一轮的上升趋势。我们认为，下半年A股市场的机会大于风险，投资者应积极关注并及时把握股市反弹所带来的投资机会。

#### 4、指数基金进入良好投资区间

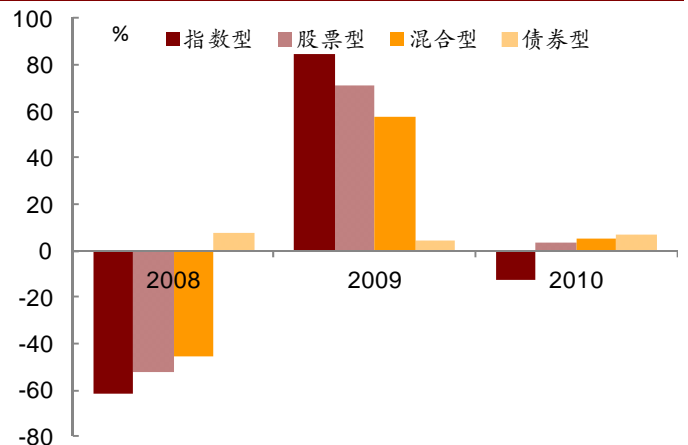
指数基金为了密切跟踪指数，必须保持很高的仓位。因此，平均来看，指数基金将会比主动股票基金和混合基金表现出更高的 $\beta$ 。这种特性就决定了指数基金在上升市中表现会优于主动性股票基金和混合基金，同时在下跌市中在所有类别基金中下跌也是最明显的。我们考察过去5年各类偏股型基金的表现。指数基金在上升市中战胜了股票和主动管理的偏股型基金而，在下跌市中跌幅较后者更大。

图 6：过去 5 年中牛市各类型基金平均积累回报



资料来源：招商证券研发中心

图 7：最近 3 年各类基金年平均积累回报



资料来源：招商证券研发中心

结合前面的分析，目前A股已经进入了估值洼地，下跌空间有限。从长期来看，现阶段是指数基金进行建仓的良好时机，同时指数基金也进入了良好的投资区间。

## 三、指数投资的良好标的：深证 300 兼具均衡性和成长性

### 1、深证 300 指数简介

深证 300 指数是深证证券交易所于 2009 年 11 月 4 日发布。该指数由在深证证券交易所上市的最有代表性的 300 个样本股组成。选择时先计算入围个股平均流通市值占市场比重和平均成交金额占市场比重，再将上述指标按 2: 1 的权重加权平均，然后将计算结果从高到低排序，选取排名在前 300 名的股票，构成深证 300 指数初始成份股。

该指数全面包含了深圳主板、中小板和创业板的代表性个股，流通市值占整个深圳证券交易所所有股票流通市值约 66%，占比高于深 100 和深成指，覆盖到了深圳三个层次市场，是深圳市场更具代表性的指数。

### 2、深证 300 指数行业覆盖均衡，同时兼具成长性

目前的重点市场指数，无论是上证综指，深圳成指，还是覆盖两市的沪深 300 指数，都不可避免的出现金融地产行业一枝独大的局面。因此，投资上述指数会出现行业不均衡的情况，无法达到充分分散风险的目的。

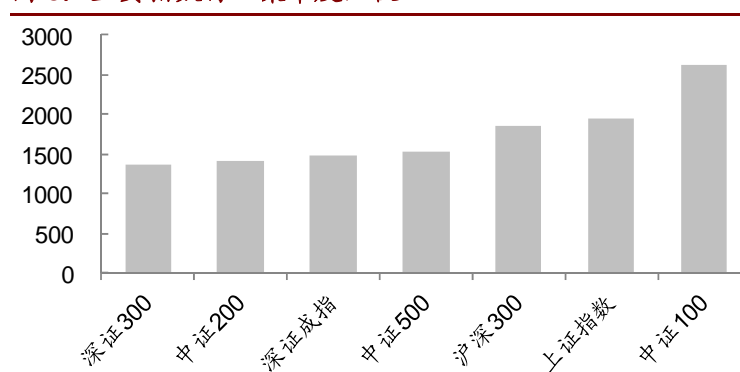
表 1：主要指数行业分布比较

行业	深证 300	深证成指	上证指数	中证 100	中证 200	中证 500	沪深 300
工业	16.5	13.3	16.67	15.51	22.04	21.52	17.81
材料	19.7	15.5	10.67	11.5	18.36	22.08	14.54
可选消费	14.8	17.6	6.62	5.24	13.96	16.01	8.29
信息技术	8.8	4	2.12	1.02	5.44	11.45	2.53
金融地产	13.9	20.7	32.39	45.41	9.32	8.3	32.72
日常消费	11.5	14	4.75	8.03	9.74	8.13	8.68
医疗保健	7.8	8.2	2.48	0.65	10.93	6.33	4.35
能源	4.8	6.6	20.44	9.5	7.64	2.52	8.31
公用事业	2.2	0	3.12	1.75	2	3.65	1.75
电信服务	0	0	0.75	1.38	0.56	0	1.03

资料来源：招商证券研发中心，Wind，深圳证券信息有限公司

深证 300 指数较上述主要市场指数最大的优势在于其包含的行业分布更为均衡，从行业集中度指标 HHI<sup>2</sup>来看，深证 300 指数比其他主要市场指数的行业分散度更高。

图 8：主要指数行业集中度比较



资料来源：招商证券研发中心，Wind，深圳证券信息有限公司

<sup>2</sup> 赫芬达尔-赫希曼指数(Herfindahl-Hirschman Index, 简称 HHI), 简称赫芬达尔指数, 是一种测量行业集中度的综合指数。计算方法是求各个行业权重的平方和。该值约大, 行业分布越集中; 反之则越分散。



同时，深证 300 指数中，符合经济结构转型和战略性新兴产业的行业权重更大，包含了更多的具备良好成长性的中小盘个股，在未来具备更大的成长空间和投资价值。

图 9：深证 300 指数成分股行业分布

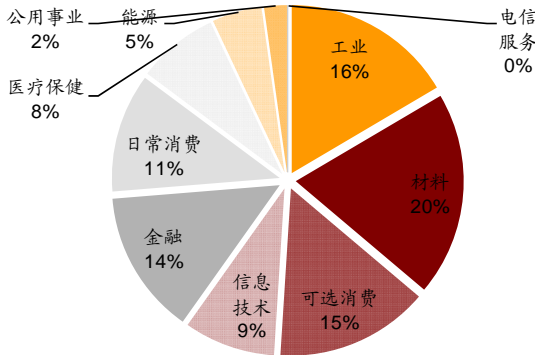
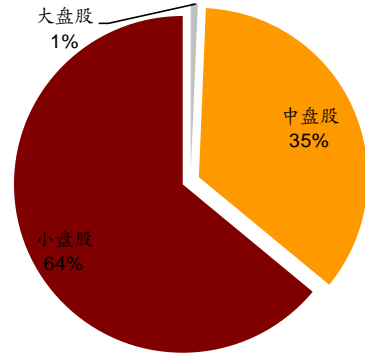


图 10：深证 300 指数成分股风格分布



资料来源：深圳证券信息有限公司，招商证券研发中心

资料来源：招商证券研发中心

从估值的角度来看，2010 年深圳 300 成分股平均每股收益增长率为 42.9%，仅次于中证 500 指数。最新的市盈率只有 23.63 倍，处于中间水平。对应静态 PEG 值只有 0.55，处于低估的区域，在所有主要市场指数中最低，体现其良好的投资价值。

表 2：主要指数估值水平比较

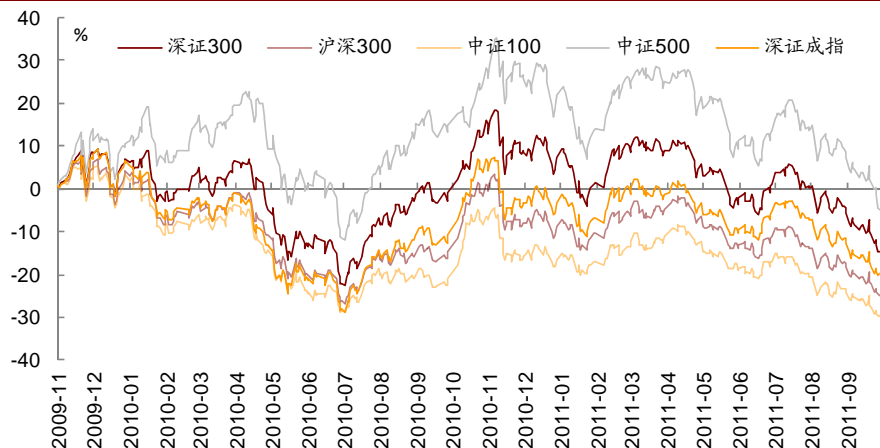
	最新市盈率	每股收益增长率	PEG
深证 300	23.63	42.9%	0.55
深证成份指数	19.58	28.9%	0.68
中证 500	31.07	43.8%	0.71
上证综合指数	13.31	5.9%	2.26
中证 100	11.26	2.5%	4.50
沪深 300	12.52	2.6%	4.88
中证 200	23.44	3.0%	7.74

资料来源：招商证券研发中心，Wind，深圳证券信息公司

### 3、深证 300 指数在自发布以来表现良好

深证 300 指数由于具备良好成长性，自发布以来，业绩表现良好，在常作为指数基金投资标的的指数中仅次于中证 500 指数，而战胜了其他指数。同时，该指数的波动性适中。

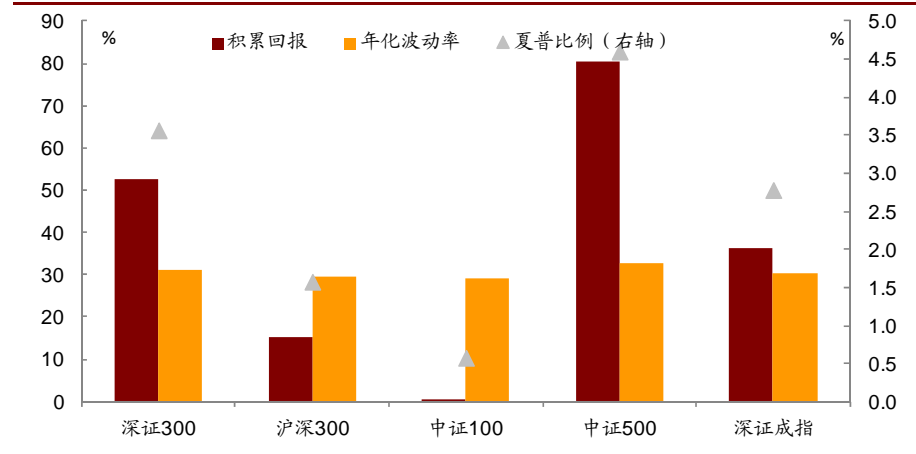
图 11：指数基金常用标的收益表现（2009-11-4 至 2011-9-30）



资料来源：Wind，招商证券研发中心

从过去三年的表现来看，深证 300 的积累回报为 55.27%，仅次于中证 500 指数；风险调整后的收益也仅次于中证 500 指数，大大高于其他主要指数。经过过去三年的强劲上涨，目前中证 500 指数的涨幅已经较大，其静态 PE 已经超过 30 倍，大大高于市场平均水平，估值已经较高。从前面的分析来看，未来深证 300 指数的市场表现有望强于中证 500 指数。

图 12：指数基金常用标的过去三年业绩比较（2008-10-6 至 2011-9-30）



资料来源：Wind，招商证券研发中心

## 四、基金管理人与基金经理

### 1、基金管理人简介

摩根士丹利华鑫基金成立于 2003 年 3 月 14 日（原巨田基金管理有限公司），2008 年 6 月 12 日，摩根士丹利华鑫基金完成共生注册登记变更，正式成为一家合资基金公司。，主要股东为华鑫证券有限责任公司、摩根士丹利国际控股公司、深圳市招融投资控股有限公司和深圳市中技实业（集团）有限公司。

从产品布局来看，截至 2011 年 9 月底，公司已经募集并管理 8 只基金，包括 3 只股票型基金、3 只混合型基金、1 只债券型基金和 1 只货币市场基金，基金产品风险定位由高到低，形成较为完整的产品线。从规模发展来看，自 2004 年 3 月公司首只基金募集以来，公司资产管理规模持续稳健发展，截至 2011 年 6 月 30 日，公司公募基金管理资产规模达到 118.6 亿元，属于较小规模的基金公司。

摩根士丹利华鑫基金的投资风格总体比较稳健，凭借旗下产品良好的过往业绩表现，摩根士丹利华鑫基金屡获殊荣：2011 年 4 月，摩根士丹利华鑫基金公司获评《中国证券报》“金牛进取奖”，大摩领先优势股票基金获评“2010 年度股票型金牛基金”，大摩资源优选混合基金获评“五年期混合型金牛基金”

### 2、拟任基金经理

摩根士丹利华鑫深证 300 指数基金的拟任基金经理赵立松先生，加拿大约克大学经济研究硕士，美国特许金融分析师（CFA）。12 年证券从业经验。曾任西南证券研究员、加拿大约克大学亚洲研究中心宏观经济研究员、深圳唯尔尼投资管理公司投资经理、华安

财险股份有限公司首席研究员，2009年10月加入本公司，现任研究管理部总监助理。

## 五、投资建议与风险提示

### 1、投资建议

根据招商证券基金分类方法，摩根士丹利华鑫深证300指数增强型证券投资基金属于增强指数基金。如前文所述，目前的市场已处于历史低估值区域，宏观环境有望逐渐改善，货币政策将逐渐放松。长期来看，国内经济仍然具有较大的成长空间。因此，现在是投资股市较好的时机。

平均来看，指数型基金在上升趋势中表现会优于主动管理的股票型和混合型基金，是较优的投资标的。其中，深证300指数以其均衡性和成长性，成为分散化投资和价值投资的良好标的指数。

该基金为股票指数型基金，属于高预期风险、高预期收益的基金产品，其预期风险和预期收益高于混合型基金、债券型基金和货币市场基金。建议风险承受能力较高、投资期限长、希望在获得市场平均收益的基础上进一步获得一定超额收益的投资者以及进行基金定投的投资者予以重点关注。

### 2、风险提示

该基金主要采取指数化的投资策略，风险资产的仓位需要维持在较高水平，无法规避市场下跌的风险。

同时，该基金采取增强策略进行辅助投资，对标的指数的跟踪误差有可能会较大，从而无法实现与指数一致的收益。同时，基金的跟踪技术也可能影响基金跟踪误差大小。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**贾戎莉：**概率论与数理统计理学硕士，6年证券市场从业经验，拥有证券投资咨询执业资格，现为招商证券基金分析师。研究范围：基金评价、投资组合和结构化产品研究。

**张夏：**中央财经大学国际金融专业硕士，2011年加入招商证券研究发展中心，从事基金评价、基金市场分析、证券投资基金组合和结构化产品研究。具备一般证券从业资格和基金从业资格。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。