出海5年 逾4成QDII成立以来实现正收益

投资美国、商品等QDII表现领先，第一批出海QDII表现最差

证券时报记者 朱景锋 杨磊

今年9月19日是合格境内机构投资者（QDII）出海投资5周年，回顾这5年QDII的投资，经历了最初出海QDII大跌，2009年股市反弹中部分QDII表现优异，再经历了2010年到2011年的震荡之后，在2012年集体出现优异表现。

从5年整体投资情况来看，截至2012年9月21日，有40.9%的QDII取得了正收益，主要集中在2008年金融危机时成立的QDII、投资于美国股市和商品的QDII，累计净值前10名的QDII都来自于这三大类QDII。

金融危机期成立产品收益超40%

历来危机发生时，往往危中存有机会。2008年金融危机全球股市大幅下挫，跌幅超50%的市场不计其数，但越是在熊市深处，越意味着千载难逢投资机会的到来，这一道理在交银环球和海富通海外两只绩优QDII身上得到了充分印证。

交银环球和海富通海外分别于2008年8月22日和6月27日成立，海富通海外在2008年四季度股市低点将仓位提升至72.74%，而稍微谨慎的交银环球则在2009年一季度开始出手。正是由于低点建仓赶上了2009年经济复苏奠定了这两只QDII业绩基础，截至2012年9月21日这两只QDII累计净值分别为1.433元和1.42元，成立以来收益率都超过了40%。

从5年整体投资情况来看，截至2012年9月21日，有40.9%的QDII取得了正收益，主要集中在2008年金融危机时成立的QDII、投资于美国股市和商品的QDII。

美国和商品QDII领跑近两年业绩

从2010年年初开始，QDII再次发行，两年多时间里已经新成立了57只QDII，占全部QDII总数的86.36%。在这些QDII中，有两类产品从中脱颖而出，占据了除交银环球和海富通海外以外的其他8只业绩前十名的QDII。

国泰基金于2010年4月29日成立了国泰100指数基金，从成立到2011年年底震荡中略有上涨。今年以来该指数基金表现强劲，截至9月20日，国泰100指数今年以来上涨了23.68%，累计净值达到了1.335元，成立以来回报仅次于2008年成立的交银环球和海富通海外。

其他一批主投美国市场的股票也有优异的表现，长信标普100的累计回报接近10%，博时标普500和鹏华美国房地产的累计净值也进入了QDII的前十名。

商品相关的QDII也有优异的表现，包括黄金、油气、资源等QDII产品。诺安全球黄金成立以来就有比较好的表现，截至今年9月20日，诺安全球黄金累计净值达到1.191元，在所有QDII中排名第四。嘉实、易方达、汇添富基金随后也推出了贵金属基金。

石油天然气相关的QDII也有不错的表现，代表品种有华安石油等产品。此外，交银资源、上投全球资源等QDII产品主要投资于黄金、石油、天然气等资源品相关ETF或股票，因而有比较好的收益，截至今年9月20日，成立以来累计回报均为7.8%。

最初出海QDII累计净值低

相比以上三大类成立以来表现优异的QDII，最初出海的一批QDII成立以来的表现最差，目前依然占据着累计净值后三名。

上投亚太和嘉实海外由于2008年跌幅较大，随后市场反弹中尽管也有一定的表现，但由于2008年金融危机后单位净值实在是太低了，累计净值距离1元面值还有很大的差距。截至今年9月20日，上投亚太和嘉实海外的累计净值分别为0.541元和0.551元。

其次是南方全球的累计净值比较低，截至今年9月20日累计净值为0.655元。2007年出海的4只QDII占据了QDII累计净值后三名，另一个为倒数第五的华夏全球，累计净值为0.767元。

在2010年之后成立的QDII中，两只投资于中国概念的QDII累计净值表现较差，分别为嘉实恒生H股和海富通大中华，累计净值分别为0.694元和0.774元。

QDII缘何呛水？

证券时报记者 朱景锋

2007年9月，当国内股市极度亢奋之际，带着全球资产配置、24小时赚钱永不落幕的美好愿望，首批QDII基金扬帆出海，不幸由先驱成为先烈，最终引发后续QDII基金业务开展和销售困难重重，QDII似乎成了巨亏的代名词，投资者一度闻之色变。

第一批出海的4只基金表现最差，在这4只QDII之后，又有多家基金公司陆续推出了新的QDII，但总体看来，赚钱的少，亏钱甚至大幅亏损的多，QDII基金前赴后继地出海呛水，使得投资者面临A股基金和海外基金同时亏损的局面。

5年了，QDII交的学费也不少了，是时候集体反思和检讨了。从QDII基金历年发布的报告看，其头号问题还是投资上过于偏重港股，这明显有悖于投资学基本原理，因为港股同A股众多股票重合，相关性较强，投资港股在很大程度上并不能为投资者起到分散风险的作用，往往同涨同跌。不少QDII基金冠以全球精选和全球配置之名，但由于本身投资能力限制，在实际投资中，这些QDII基金又往往局限于海外上市的中国股票或者大比例买港股，结果不能很好分享全球市场的投资机会。

其次，QDII产品结构仍过于单一，目前发行的QDII产品过多地投向港股或者海外中国股票，产品本身的风险较大，投资单一市场或区域的基金较少。黄金基金、油气基金、房地产基金、大宗商品基金和纳斯达克100指数基金的表现活跃也表明，QDII应进一步加大产品创新和引进力度，提供更丰富、风格更鲜明的产品。

第三，加大人才投入力度，增强投研能力。虽然目前多数QDII的基金经理有海外工作经验，但有不少明显没有海外主要市场研究和投资的经历，一些甚至是国内基金经理担任，这很大程度上难以保证高质量的运作，投资绩效差也就在所难免。

纽银梅隆西部基金总经理胡斌：

中国经济很牛 股市融资更牛 股市投资最熊

证券时报记者 张洁

从2007年四季度开始，美国次贷危机逐渐爆发，最终导致全球上一轮经济和股市牛市的终结。5年来，全球性金融危机、欧债危机乃至经济危机愈演愈烈，但令人惊讶的是，5年后，金融危机的发源地美国经济虽然仍未全面复苏，但其股市几乎返回危机前的高点水平，反观5年来经济增速处于全球前列的中国，目前股市较2007年最高点的跌幅仍高达67%，成为主要经济体中表现最差的市场。

该如何解读这一现象及其背后的深层次的原因？中国投资者该如何进行资产的全球配置？日前，证券时报记者采访了纽银梅隆西部基金管理有限公司总经理胡斌。

证券时报记者：您认为美国股市为何能率先恢复到危机前？

胡斌：股市波动反映的是市场对经济的预期，我们认为股市驱动力主要有3个：基本面估值、流动性和市场情绪。

2008年金融危机之后，美国的经济一直处在缓慢复苏的过程中，现今美国企业的资产负债表情况不俗，基本面逐步得到改善；从流动性方面来看，金融危机之后美国推出QE1、QE2以及最近的QE3，流动性得到不断改善——尤其是QE3的推出比预期的要好，等于是没有总规模和执行期限的限制；市场情绪方面，由于欧债危机的因素，使得全球资金的避险情绪高涨，美国相对于其它经济体而言，风险相对较低，成为避险资金首选的配置对象。这三个因素共同使得美国股市率先恢复。

证券时报记者：造成中国“经济最牛，股市最熊”的原因是什么？为何股市和经济基本面严重背离？

胡斌：这个问题需要把一级市场（股市融资功能）与二级市场（股市投资功能）加起来看，这一级市场与二级市场加起来的证券市场还是很牛的。换句话说，中国“经济很牛，股市融资更牛，股市投资最熊”。

而中国股市的最大问题，还并不来自基本面，而是IPO机制和源源不断的融资任务。一级市场新股发行价格太高，二级市场股市自然表现不佳，以补偿一级市场的巨额利润。这是中国股市的结构性问题所在。

再者，目前中国股市也还是从上述3个驱动力来看，基本面方面，中国GDP增长从9%到10%的高速下降到7%左右，7%的增长仍然很大，但还是在下降，可能比市场预计的大一些，而且面临经济转型的巨大挑战，不确定性因素很多；流动性在防通胀和房地产调控的总体思路下，不会有大的起色；相应的市场情绪，可以说是非常糟糕的。

证券时报记者：虽然以美国股市为代表的股市表现强劲，但我们遗憾地看到合格境内机构投资者（QDII）基金总体业绩表现糟糕，特别是最初出海投资的QDII亏损较大，QDII运作应该进行哪些反思？

胡斌：QDII总体业绩表现不佳，尤其是最初推出的QDII亏损较大主要有两个原因：一是中国的QDII基金主要集中于2007年发行，正值金融危机的前期，国际股市的最高点，进入时点决定了其这期间的业绩表现；二是中国大部分QDII基金的投资策略仍然相对单一，以海外上市的中国股票或与中国经济相关性高的资产类别为主，业绩挂钩香港恒生指数或MSCI亚太指数，这就造成了整个行业产品的单一性和同质化，就不可避免地会产生一荣俱荣、一损俱损的局面。从资产配置上并不能起到分散风险的作用。这是QDII表现不佳的主要原因。

QDII作为一种中国投资全球市场的重要工具，应该从战略型资产配置方面做更多的考量与准备，侧重于考虑如何采用多样化的资产类别来投资全球市场，特别是中国没有的、相关性较低的投资品种，并根据全球的经济环境与运行周期来调整不同资产类别的配置比例，真正有效地分散投资风险。

纽银梅隆西部基金总经理胡斌

证券时报记者：5年来中外股市的表现让我们看到了资产全球配置的重要性，对国内投资者来说，如何进行资产的全球配置？

胡斌：资产配置是一项非常专业的工作，尤其是进行海外投资，海外投资者往往是以非常成熟的机构投资者为主。这就需要国内的投资者进行全方位的计划和准备，要以全球化和长远的视野来看待全球资产配置。

对有一定财富积累的个人而言，我的具体建议为：

1、适当配置一些外币（如美元）的投资以分散货币风险，特别是人民币升值预期大大减弱的今天。

2、投资的配置不仅仅是新兴市场（如中国、印度、巴西、俄罗斯），还应大比例投资成熟市场，如美国。

3、配置一些中国稀缺的产品，如投资大宗商品，美国的房地产。

4、配置指数型或委托好的海外的专业投资机构来管理海外资产，我不认为坐在中国能长期持续做出海外投资的阿尔法，我们应该找专业的人做专业的事。

传统封闭基金潜在投资价值促折价率收窄

高琛

在最近两个月的时间里，传统封闭式基金的折价率连续出现收窄，且频频突破今年以来最低水平。传统封闭式基金作为中国基金市场上“最古老”的一类产品，随着时间的推移，大批传统封基将在近两年内到期开放转型，这类基金也逐步“濒临灭绝”。虽然封闭式基金随着到期日的临近，价格和净值逐步逼近合乎常理，但近期折价收窄的幅度和连续性，还是引起了我们的关注。本文试图从传统封基折价率连续收窄的背后，来探究传统封闭式基金潜在的投资价值。

传统封基折价率连续走低

近两个多月以来，传统封闭式基金的折价率连续收窄。截至8月底，目前上市交易的25只传统式封闭基金的加权平均折价率已下滑至9.98%，为今年以来最低水平。回顾近期传统封基折价率走势，在7月下旬的两个交易周内，封基平均折价率出现连续大幅度的收窄，由12.88%一度降至10.56%，之后有所修复调整，但趋势一直处于震荡收窄过程，截至8月底折价率平均水平已低至10%以下。

今年以来，传统封基的折价率未曾出现过较大幅度波动，尤其是进入二季度后封基加权平均折价率基本维持在12%~13%间波动。近期折价率连续收窄，且频频突破年内最低水平。

多数传统封基目前折价率处于今年以来最低水平。除基金鸿阳、基金景宏、基金通乾最近一期折价率处于较高水平外，其余基金折价率均接近年内最低值。

尤其在2013年将要到期的基金中，多数基金折价率均在5%以下，且均在年内最低水平。其中，基金兴华为市场上折价率最低的基金，目前折价水平在-2%左右，该基金历史上曾出现过短时间的溢价。

封基二级市场走势强于基金净值表现

上面所分析的是封闭式基金近期折价率连续收窄的现实情况，那么什么原因促发折价率的收窄呢？

折价率是衡量封闭式基金价格与净值差距的指标，因此折价率的变动由基金价格和净值两方面共同决定。此次折价率收窄，主要因市场弱势下，基金净值走势疲弱，而二级市场价格相对走强。

基金净值和基金价格的逼近，使封闭式基金近期折价率出现收窄。从基金净值来看，市场在近两个月内连续走低，低迷的市场环境，使基金净值难以取得正收益，净值表现疲弱，使净值高于价格的部分减薄。从二级市场价格来看，其对基金折价率的牵动性更为直接。净值由基金的实际资产计算而得，不受折价率影响，相对固定。而基金二级市场价格与折价率的变动往往相辅相成。基金的价格受市场供求关系影响较大，买卖双方投资心理需求的变化都有可能引起价格的波动。从近期价格走势上来看，虽然基金二级市场价格也随市场低迷而下行，但整体下跌幅度小于净值折损。

传统封基内在投资价值促发折价率收窄

基金的二级市场价格之所以走势相对强于基金自身净值，说明二级市场对封闭式基金的定价有所提高，这也隐现了传统封基的投资价值。传统封基的投资价值，也正是促发折价率收窄的内在原因。

从卖方角度来看，即已持有封闭式基金的投资者，卖出意愿并不强烈。

首先，近期市场震荡下行，作为部分在先期净值高点买入的持有者，如果选择此时斩仓抛售便意味着实际收益的直接亏损。因此，多数投资者并不倾向于马上做出斩仓的决断，尤其是对于后市表现抱有期许的投资人。

其次，基金近期净值折损主要因股票市场连续下跌引起，并非基金管理人的管理能力发生较大变化所致，基于质疑管理人能力下滑而卖出封基的理由也并不充分，因此不足以构成持有人在二级市场进行大量抛售。此外，基金二级市场价格走势强劲，促使折价率收窄，如果持有者有意愿卖出基金，那么选择在折价率收窄时卖出可减免折价所带来的净值收益的损失。但从封闭式基金成交量来看，近期平均成交量处于历史较低水平，这也佐证了持有人卖出意愿并不强烈。

从买方角度来思考，买入封闭式基金是逢低介入股市的较好渠道。折价率相当于投资者在二级市场上买卖基金所享受的“折扣”，既然“折扣”已经渐渐减薄，为何买方依然对该类产品具有购买热情，那就要从封闭式基金本身的投资价值来分析。

首先，大量封基即将到期，“安全垫”较为丰厚。如果投资者判断此时已为A股市场的低位，有意愿逢低参与，那么封基的折价率可视为参与者的一层“安全垫”，持有到期折价率兑现的收益可对投资收益形成一定保障。其实，封闭式基金的折价率一直存在，之所以在这个时间点更为关注其水平的高低，是因为目前市场上将有大量传统封基在近两年内面临到期。如果投资者以持有到期为操作策略，那么在这一阶段可供选择的封基较多，且持有时间相对较短。

虽然折价率在近期连续收窄，但折价所可能产生的到期收益依然较为丰厚。下面对2014年前即将到期的19只封闭式基金，折价率所可能产生的年化收益率作简单的估算。我们假设，基金净值在到期日与目前净值水平一致，以8月31日基金的折价率作为计算标准。其中，2013年3月即将到期的基金金泰和基金开元折价率所可能产生的年化收益率已高达9%以上，且存续期在一年以内的5只封基中，4只基金折价产生的年化收益率超过5%。因此，即使折价率目前已是年内低位，但折价所产生的到期年化收益率仍相对丰厚，具有一定投资价值。

其次，传统封闭式股票型基金历史业绩较为优异。传统封闭式基金作为市场上成立期最久的一类基金，其市场运作经验相对丰富，且整体历史业绩也相对突出。回顾2006年至今年以来，传统封基和普通开放式股票型基金的业绩，封基价格指数几乎在每个年度均高于股票型基金。

传统封基之所以能够在历年保持领先优势，也绝非巧合。首先，封基的资产规模固定，便于管理人对资金进行有效配置。与开放式基金所不同，封闭式基金的管理人可以免于申购赎回的压力，使资金的运用能够更合理到位。第二，传统封基风格稳健，仓位均衡。虽然封闭式运作使该类基金免于赎回兑现，可以长时间较高比例持有股票证券，但多数传统封基并没有选择满仓操作，而是将仓位控制在60%-80%之间，低于股票型基金平均水平，基本与平衡性混合型基金相当。较为稳健的持仓风格，使封基对收益的获取能力和风险抵御能力均相对较强。第三，运作经验丰富，明星基金经理当家。目前市场上所剩余的封闭式基金成立年限也多在10年以上，几乎完整地经历过中国股票市场的各种波折，因此具有相当丰富的运作经验，在对未来市场的把握上更占优势。另外，从掌管传统封基的基金经理来看，也多为公司旗下的资深人士或业绩较优者。例如，华安安顺的管理人尚志民、南方开元的汪瀅管理年限均在10年以上。

此外，从机构持有人对传统封闭式基金的大比例投资的持有态度上，也见证了机构持有人对这类基金投资价值的认可。基于良好的历史业绩，外加封闭式基金每年度的分红条款，使该类产品备受机构投资者青睐。在目前剩余的25只传统封基中，机构持有比例均高于40%，其中7只基金机构持有比例超过70%。更值得关注的是，中国人寿保险为封闭式基金的第一大持有人，该机构在25只封基中持有比例均居首位。中国人寿保险（集团）公司和中国人寿保险股份有限公司，两机构几乎先后占据封基的第一、第二持有人，合计持有每只封基的比例几乎接近20%。其次，太平洋人寿保险、阳光人寿保险持有比例也相对较高。另外，基金公司本身对旗下封基的自购比例也占据不小份额。

（作者系上海证券基金评价研究中心研究员）