

# 外来的和尚会念经 QFII左侧交易淘金A股市场

证券时报记者 杜志鑫

2002年至今，合格境外机构投资者（QFII）进入A股市场已近10年，10年上证指数涨幅归零，但同期QFII盈利翻了一倍。若考虑到在2007年牛市时期QFII规模才从2005年的100亿美元扩大至300亿美元，在2002年、2003年进入A股市场的QFII盈利更甚。

通过监管机构公布的QFII交易数据发现，QFII与国内公募基金的买卖呈负相关关系，与社保基金、保险资金买卖一致，并且，QFII的买卖与市场涨跌也呈负相关关系。查阅QFII从2003年到2011年的持股数据也可印证这样的规律。证券时报记者采访了解到，由于QFII不看重相对排名，更在意长期投资、价值投资，因此敢于左侧交易。

## QFII进入A股一箭双雕

QFII进入A股市场，除了通过买卖股票获得投资收益之外，坐享人民币升值是一个重要因素，后者更是很多人所忽略的因素。

融通基金总经理助理陈晓生表示，QFII的投资是要获得绝对收益，而从2005年汇改到现在，人民币对美元的升值幅度超过30%，年均算下来，仅人民币升值就给QFII带来超过4%的收益。陈晓生表示，未来国内基金出海，也要学习利用这一点，把资金投向有升值潜力的国家去，除了可以获得股票的收益，还可以坐享该国货币升值带来的收益。

## 坚持价值投资

从公开信息看，在投资上，过去10年QFII更倾向于选择行业龙头、坚持价值投资，在选股思路，上，依循产业发展路线进行投资。

2003年7月，第一家QFII瑞士银行宣布买入宝钢股份、外运发展、中兴通讯、上港集箱，分别是钢铁业、外贸运输业、国内通信行业的行业龙头股，同时，除上港集箱为二线蓝筹股以外，其余均属业绩优良的大盘蓝筹股。2003年度上市公司年报显示，QFII瑞士银行大举买入了浦发银行、山东黄金、中金黄金、天津港、伊利股份等一批蓝筹股，高盛买入了长江电力，德意志银行买入了中信国安、中兴通讯。从2004年到2006年，宝钢股份、浦发银行、中兴通讯、振华重工等行业龙头仍是QFII的最爱。

监管机构的数据显示，从2007年初到2011年6月底，沪深300指标股市值占A股流通市值的比重平均为

67%，而QFII持有沪深300指标股占全部持有市值平均为87%，较市场水平高20个百分点。

除了坚持价值投资、偏爱蓝筹股之外，把握产业发展路线更是QFII的强项。2008年三季度和四季度，德意志银行、耶鲁大学、比尔及梅琳达-盖茨基金会、瑞士银行4家QFII重仓持有美的电器。在一般投资者的眼里，家电是一个竞争激烈、生产过剩的行业，不值得投资，但是上述QFII却坚守美的电器。美的电器的股价从2008年最低的复权价175元到2011年年初最高的复权价843元，股价涨幅接近4倍。2011年年末，QFII退出了美的电器前十大流通股东名单，一进一退，背后的机密在哪里？深圳一家基金公司的投资总监表示，过去QFII重仓美的电器就在于中国的房地产异常繁荣，美的电器等家电集体享受了这轮房地产盛宴，而目前，房地产正呈现下行走势，所以QFII又逐渐减持了美的电器。

## 投资流程严格

从表面上看，QFII取得的成功得益于坚持价值投资，而从实际运行看，一套严格的规章制度是QFII成功的制度保障，比如注重公司治理、不随意决策、不听消息等。

据了解，QFII在股票投资运作上，其投资方法大致分成两类，一类是QFII自己的团队负责投资，另一类是委托一家或多家公司来具体负责投资，委托的投资机构往往是国内的一家基金公司，其初始业务往往来自于其外方股东或关联方，比如富通银行的QFII就是交给其国内的合资基金公司海富通来打理。

上海世城投资董事总经理陈家琳曾在海富通负责操作QFII富通银行的“扬子基金”，从2004年12月17日至2007年9月30日的33个月时间里，总回报率达到550%，他管理的基金保持了较低的换手率，2005年至2007年间的年化换手率均不到100%。

陈家琳在接受记者采访时表示，QFII的出发点是中长线投资，自然换手率就不高。QFII对选股有严格的流程和要求，比较注重风险控制和基本面，而非基于趋势和消息。

此外，QFII更关注治理结构，陈家琳表示，他在海富通基金公司担任QFII富通银行A股基金的基金经理时，选股流程中有一个重要的环节，就是对上市公司治理结构进行打分，如果不及格则不能纳入投资组合。QFII也非常注重估值，如果高估则离场。他在管理QFII基金时，2007年三季度发生了较大规模的赎回，也是因为理性的QFII

从各类机构投资者之间每月买卖方向的相关性看，QFII与基金为负相关，与社保基金、保险公司为正相关。从交易特点看，QFII投资具有低点买入、高点卖出的特征，买卖方向与市场走势呈现一定负相关性。

从2007年初到2011年6月底，全部QFII年换手率的加权平均值为1.84，远低于市场平均水平4.05。此外，在2008年市场下跌期间，QFII的年换手率上升到2.27，促进了市场交易的活跃。

从2007年初到2011年6月底，沪深300指标股市值占A股流通市值的比重平均为67%，而QFII持有沪深300指标股占全部持有市值平均为87%，较市场水平高20个百分点。

投资人看到了其中的泡沫。

融通基金陈晓生也曾在2005年至2007年管理过QFII日兴黄河基金，他也表示，在他管理QFII基金时，QFII的投资流程和要求非常严格。比如无论多么看好一只股票，持有该股的市值也不能超过基金净值的5%；同时，无论多么看空市场，股票仓位最低也不能低于50%；换手率方面，一年的换手率不能超过100%。此外，QFII不允许随意决策、不允许听消息买卖股票，无论做任何投资决策，都必须事先计划好，不能临时决定买卖，买卖股票必须说明理由。从事后的效果看，陈晓生在管理该基金期间，该基金每年跑赢新华富时200指数10%左右，同时，该QFII基金的业绩稳定性也要远远好于公募基金。

监管机构公布的统计数据也显示，从2007年初到2011年6月底，全部QFII年换手率的加权平均值为1.84，远低于市场平均水平4.05。此外，在2008年市场下跌期间，QFII的年换手率上升到2.27，促进了市场交易的活跃。

## 轻排名敢于左侧交易

在谈及QFII的核心运作理念时，管理过QFII的基金经理往往会提及国外投资人对基金经理的要求与国内有很



CFP/供图

大的差别。

陈晓生表示，在他管理QFII时，投资人不要求基金经理的相对排名，投资人要求的只是基金经理管理基金的业绩和业绩比较基准比较，即使QFII基金和业内的相对排名比稍显落后，但是只要跑赢业绩比较基准就可以。

由于没有短期的业绩排名压力，QFII的投资就相对理性和长期，只要股票市场出现了投资机会，QFII就会选择介入。监管机构的统计数据显示，从各类机构投资者之间每月买卖方向的相关性看，QFII与基金为负相关，与社保基金、保险公司为正相关。从交易特点看，QFII投资具有低点买入、高点卖出的特征，买卖方向与市场走势呈现一定负相关性。统计发现，2006年初至2011年6月期间，QFII每月买卖净额与沪深300指数涨跌的相关系数为-0.36，也就是所谓的左侧交易。

Wind统计数据显示，虽然2004年、2005年A股市场表现不佳，但是QFII却在逆市买入，进入A股前十大流通股名单的QFII在2003年净买入1026万股，2005年净买入6011万股，但是在2006年、2007年QFII在重仓股上是连续净卖出的，其中2006年净卖出7961万股，2007年净卖出3290万股，2008年、2009年两年QFII在重仓股的操作上仍然是净卖出，2010年和2011年，QFII又连续净买入，以2011年为例，QFII重点买入的股票是华夏银行、双汇发展，其中，德意志银行去年四季度增持华夏银行2.67亿股，耶鲁大学、花旗环球金融有限公司、美林国际分别增持双汇发展98万股、193万股、91.3万股。

## 链接 | Link |

# 十大QFII持股动向

尽管额度前十大的合格境外机构投资者（QFII）持仓各有侧重，但共性是偏好大盘蓝筹股和主板股票，且不少QFII看多大消费类及“中字头”企业，但也有越来越多的QFII开始持有科技属性领先的中小板股票。此外，就2011年上市公司年报持仓变化来看，相较国内机构换手明显要低，投资运作相对平稳。

**瑞士联合银行集团：**已披露上市公司年报显示，QFII重仓持有包括五粮液、中信证券、万科A、东阿阿胶、宝钢股份和云南白药等13只股票。从持仓变动来看，较上期增持了地产龙头股万科A，减持了五粮液、云南白药、东阿阿胶等消费类股票。

**摩根士丹利投资管理公司：**以消费医药为主，持仓较多的包括青岛啤酒、华域汽车、中百集团等股票。持仓变动来看，减持了华域汽车及青岛啤酒，增仓了中百集团。去年中报显示还重仓持有上海医药、铁龙物流及宇通客车。

**花旗环球金融有限公司：**去年底持有双汇发展、伊利股份及用友软件，增持较多双汇发展。去年中报显示，花旗还持有王府井、强生控股、天士力以及南宁百货等大消费类股票。

**瑞士信贷（香港）有限公司：**去年底重仓用友软件、华侨城A，去

年中报显示还持有五粮液、泸州老窖及建发股份、山东药玻等股票。

**挪威中央银行：**挪威中央银行持股包括酒钢宏兴、华测检测、东软载波和美的森等股票。持仓最多为钢铁股酒钢宏兴，为年报新进持股，其他均为科技服务类的中小盘股票。

**富通银行：**持有近20只股票，从其持仓偏好来看，多钢铁、机电及环保等类别，包括航空动力、凯迪电力、华菱钢铁、兴蓉投资、湘电股份及林州重机等。从持仓变化来看，减持了凯迪电力、航空动力。

**汇丰环球投资管理（香港）有限公司：**持有包括中国卫星、世茂股份、中国中铁等股票，持仓多为中字头企业，去年中期也曾持有四维图新、拓维信息等中小盘科技股。

**高盛集团有限公司：**持有较多交通物流类股票，包括白云机场、悦达投资、厦门空港、齐心文具、天坛生物等股票，增持了白云机场、悦达投资。

**日兴资产管理有限公司：**目前已披露上市公司年报中尚未出现他们的身影，去年中报显示持有鑫富药业。

**新加坡政府投资公司：**投资股票包括宝钢股份、中国人寿、南海发展和柳工等。

（姚波）  
注：除特别说明外，持股情况均来自上市公司2011年度报告）

# 基金经理关系网复杂 美洲基金股票重合度达18%

梁锐汉

基金行业“一拖多”是常有的现象，近如国内基金行业，远至亚太、欧美基金行业，从共同基金到对冲基金领域，都广泛存在着基金经理同时参与多只基金管理的案例。然而要管理好这种“一拖多”的关系并非易事，美洲基金是其中一个经典的成功案例，成功实践了一拖多甚至还扩展了其可复制性。

## 美洲基金旗下基金关系网错综复杂

美洲基金可谓是共同基金世界里管理最为和谐的基金公司之一，旗下基金和基金经理有着错综复杂的网状关系。

以美洲基金股票型基金为例，目前美洲基金的13只股票基金总共有53位基金经理，平均1只基金超过4个基金经理，有点惊人，但考虑到美洲基金单只基金的资产规模，每个基金经理需要承担管理的资金量也是令人咂舌的。并且，基金经理有可能同时在美国股票基金和国际股票基金担任职务，根据统计，总共有11位基金经理属于这种“跨界达人”，同时管理美国股票基金和国际股票基金。

## 基金经理重叠度与投资组合重合度成正比

对基金经理关系网的研究发现，



基金经理的重叠度越高，投资组合的重合度就越高。例如，美洲成长基金和美洲基本面投资者基金有3个重叠的基金经理，超过所有与之有关联的基金。尽管基金招募说明书和基金晨星类别大相径庭，大盘成长风格的美洲成长基金集中投资于那些有强劲成长机会的个股，同时大盘平衡风格的美洲基本面投资者基金追逐于那些业绩反转的公司，但两只基金重叠的个股达到40%，相对而言，美洲基金旗下所有股票基金的股票重叠度平均为18%。

国际大盘平衡风格的美洲欧亚太平

洋成长基金有着相似的情况。该基金和美洲多样化新兴市场基金有4个相同的基金经理。另外欧亚太平洋基金和美洲新世界基金有着38%的个股重合度。

不过，还存在着一些其他的情况。例如，美洲小盘股世界基金与其他基金股票重合度低而引人关注，该基金拥有13位基金经理，其中只有3个是和其他国际股票基金重叠的，同时还有4位基金经理同时参与管理美洲基金旗下的美国股票基金。这可能是该基金独一无二的投资策略所决定的，除此美洲基金再无专注于投资小盘股和中盘股基金。

而基金平均16亿美元持股市值也要大大低于其他基金，所以也就不奇怪该基金和其他基金的股票重合度属于最低的类别之一。

## 美洲基金持有人需关注基金持股重叠度

通过了解基金经理同时在哪些基金任职，可以让投资者清晰地了解到基金经理投资策略和经验上的特点。从历史上看，美洲基金为了不让基金经理工作量过大而限制他们同时管理的基金不超过3只。但是目前有2位基金经理处于超负荷工作状态：马克·丹尼管理着5只基金，而卡尔·卡瓦扎管理了4只基金，且其中2只为国际股票基金，但他管理的重心在两只美国股票基金上。在管理4只国际股票基金美洲资本世界成长收益基金、美洲欧亚太平洋成长基金、美洲新世界基金和美洲小盘股世界基金外，丹尼还管理了主投美国股票的美洲新经济基金。卡瓦扎在2011年下半年加入到美洲成长基金来为这只美国大盘成长风格的基金挖掘来自海外的投资机会。

美洲基金如此自如地指派基金经理，反映了其投资策略的灵活性和基金经理的可替换性非常的强。对于那些持有多只美洲基金旗下基金的投资者而言，亦可考量下手中基金持股重叠度的问题了。

（作者单位：Morningstar晨星（中国）研究中心）

# 环球天然资源前景乐观

莫兆奇

在宏观隐忧和市场恐慌情绪的双重拖累下，环球天然资源去年表现不佳。尽管在今年仍面临若干宏观困扰，但部分资源的供需关系依然紧张，有望在中长期继续为商品价格提供强劲支持。

与其他类别不同的是，商品属于稀缺资源。如果不能发现新的矿藏，开采提炼只会令储量越来越少，因此从基本因素出发，投资者不应忽视天然资源类别所蕴含的乐观前景。

摩根资产管理认为，新兴市场仍是支持商品需求的主要动力，中国的需求更加举足轻重，约占环球天然资源需求的四成。尽管新兴市场的经济活动最近稍见放缓，但各国政府正致力于维持稳定的经济增长，再加上各类基建项目不断推进，仍可为资源类价格提供支持。

在具体类别方面，铜和铁矿石等的供应量仍最受限制。近几年来，铜矿产量增长低于趋势，而含铜质量则持续下降。因此，尽管产铜的利润率不断上升，铜矿企业却无法提高供应量。自2005年以来，环球铜供应量平均比规划减少逾6%。合占全球约四成供应量的产铜大国智利和秘鲁，去年铜精矿产量也分别下跌3%和1%。

在铁矿石方面，供应量受制的情况亦毫无纾缓迹象。由于资本成本高昂，加上铁矿石生产国的法规问题及

基建瓶颈，增加新产能的计划被不断延迟，而市场对新增产能的预期亦不断被下调。

至于能源方面，热能煤和焦煤的供应关系继续紧张。蒙古等产煤国的基础设施建设不足，导致新的产能扩充项目被不断延迟。在需求方面，中国等新兴国家的需求一如既往强劲，而且随着经济回稳，短期内当地公用事业可能会开始重新激活剩余产能，对煤炭需求构成支持。另一方面，由于欧佩克组织目前仍有剩余产能，而油价现时也高于边际生产成本，因此，石油的长期基本因素较为合理。

最后关于黄金，考虑到欧债危机形势和成熟国家的经济尚未完全好转，投资者仍有可能吸纳黄金作为避险资产。而且，历史上实质利率的走势与黄金价格总是息息相关，成熟国家将在未来较长时间维持低息政策，可能意味着金价将维持高企。除此以外，与成熟市场相比，黄金在新兴市场各国的外汇储备构成中仍只占很小比例，因此，新兴国家加速购买黄金的趋势预计将在未来继续。

（作者系摩根资产管理执行董事）

摩根资产管理 (J.P. Morgan Asset Management)

隶属于摩根大通集团，是全球最大资产管理公司之一。拥有两个世纪的基金投资管理经验，总资产13,000亿美元。

