

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，美的电器等家电股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机构来具体负责投资，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，如果不达标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大



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

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：挪威中央银行持仓包括酒钢宏兴、华测检测、东软载波和美盈森等股票。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

基金经理“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，

美洲基金旗下全部股票基金经理关系网

