

QFII 在中国的发展及其投资策略分析

李建华*

摘要: 作为证券市场对外开放的一项过渡性制度, QFII 在中国正式实施已有两年多。本文在简要介绍 QFII 制度的本质和在中国实施的基本情况的基础上, 重点对 QFII 在中国证券市场的投资概况及其投资策略的演变做了较为深入的分析, 以期对广大投资者树立正确的投资理念、把握市场未来的投资机会和监管部门完善进一步 QFII 制度有所帮助。

关键词: QFII 制度; QFII 发展; 投资策略

合格的境外机构投资者制度 (Qualified Foreign Institutional Investors, 简称 QFII), 是指允许合格的境外机构投资者, 在一定规定和限制下汇入一定额度的外汇资金, 并转换为当地货币, 通过严格监管的专门账户投资当地证券市场, 其资本利得、股息红利等经批准后可转为外汇汇出的一种证券市场开放模式。

QFII 制度于 1990 年发源于台湾, 其后为韩国、印度、巴西等许多新兴市场国家所效仿。QFII 是一种有限度地引进外资、开放资本市场的过渡性制度。在一些国家和地区, 特别是新兴市场经济的国家和地区, 由于货币没有完全可自由兑换、资本项目尚未开放, 外资介入有可能对其证券市场带来较大的负面冲击, QFII 制度应运而生, 通过该机制可对外资的进入进行必要的限制和引导, 使之与本国的经济发展和证券市场发展相适应, 控制外来资本对本国经济独立性的影响、抑制境外投机性游资对本国经济的冲击、推动资本市场国际化、促进资本市场健康发展。

一、中国实施 QFII 制度的情况

2002 年 11 月 7 日, 中国证监会和中国人民银行联合发布了《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》, 并于 12 月 1 日起正式实施, 标志着中国大陆证券市场正式引入 QFII 制度。2002 年 11 月 28 日, 国家外汇管理局制定发布了《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理暂行规定》, 随后, 12 月 1 日, 上海证券交易所与深圳证券交易所发布《实施细则》标志着被市场寄予厚望、有境外成功经验的 QFII 制度在中国证券市场正式进入实际操作阶段。2003 年 5 月, 瑞银华宝成为第一家获得资格的 QFII, 标志着符合条件的境外机构投资者正式在境内证券市场登台亮相。截至 2005 年 9 月 30 日, 我国已批准 26 家 QFII 投资额度, 总计 40.5 亿美元, 已用完原定的 40 亿美元额度。2005 年 9 月, 证监会正式批准了 QFII 投资额度在 40 亿美元的基础上再增加 60 亿美元。截至 2005 年 12 月底, 中国证券市场上已有 32 家 QFII, 总共获得 56.45 亿美元的累计投资额度 (详见表 1)。

表1 截至2005年12月底获批QFII机构及额度总览

机构名称	首次额度 发布日期	总计投资额度 (万美元)
摩根斯坦利国际有限公司/Morgan Stanley & International Limited	2003-7-3	40000
瑞士银行有限公司/UBS Limited	2004-9-16	80000
花旗环球金融公司/Citigroup Global Markets Limited	2004-9-16	55000
野村证券/Nomura Securities Co., Ltd	2003-6-6	5000

* 李建华, 中南财经政法大学新华金融保险学院讲师, 博士生。

高盛证券/ Goldman Sachs & Co.	2003-7-29	15000
德意志银行/Deutsche Bank AG	2003-11-11	40000
香港上海汇丰银行有限公司/The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Limited	2003-10-30	40000
荷兰 ING 银行/ ING Bank N.V.	2004-2-12	10000
摩根大通银行/ JPMorgan Chase Bank	2003-11-17	5000
瑞士信贷第一波士顿/Credit Suisse First Boston	2003-12-4	30000
渣打银行香港分行/ Standard Chartered Bank Hong Kong	2004-5-21	7500
日兴资产管理公司/Nikko Asset Management Co., Ltd	2004-9-16	25000
美林国际/Merrill Lynch International	2004-7-21	30000
恒生银行有限公司/ Hang Seng Bank Limited	2004-6-25	10000
大和证券 SMBC 株式会社/Daiwa Securities SMBC Co.,Ltd	2004-7-13	5000
雷曼兄弟(欧洲)国际/ Lehman Brithers International Europe	2004-8-20	7500
比尔及梅林达·盖茨基金/ Bill & Melinda Gates Foundation	2004-9-4	10000
景顺资产管理有限公司/ INVESCO Asset Management Limited	2004-8-6	5000
法国兴业银行/ Societe Generale	2004-9-24	5000
荷兰银行有限公司/ ABN AMRO Bank N.V.	2004-9-24	7500
巴克莱银行/ Barclays Bank PLC	2004-9-21	7500
德累斯登银行/ Dresdner Bank Aktiengesellschaft	2004-9-30	7500
富通银行/Fortis Bank	2004-10-11	40000
法国巴黎银行/ BNP Parisbas	2004-10-11	7500
加拿大鲍尔银行/ Power Corporation of Canada	2004-10-21	5000
法国东方汇理公司/ CALYON S.A.	2004-10-21	7500
高盛国际资产管理公司/ GoldmanSachs Asset Management International	2005-11-26	20000
新加坡政府投资公司/ Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd	2005-11-26	10000
马丁克利资产管理公司/Martin Currie Investment Management Limited	2005-11-30	12000
淡马锡富敦投资管理有限公司/Temasek Fullerton Alpha Pte Ltd	2005-12-26	10000
美国国际集团全球投资公司/AIG	2005-12-26	5000
邓普顿资产管理有限公司/ Templeton Asset Management Ltd	/	/
JF 资产管理有限公司	/	/
日本第一生命保险相互会社	/	/
总计		564500

数据来源:《中国证券报》2005年12月28日。

二、QFII 的市场投资策略分析

引入 QFII 制度的初衷,是通过对外开放和引进外资扩大证券市场规模,稳定市场,激发投资者信心,并借助 QFII 的专业分析能力,引导市场理性投资。QFII 投资之所以值得关注,并不在于提供给市场一个跟风的目标,而在于其提供了一个投资参照体系。它是国外先进投资理念的缩影,也是值得我们学习的投资策略蓝本。经过近三年的实践, QFII 的投资理念和

策略一直是国内证券市场最关心的话题之一，QFII 关注的股票也受到市场的关注，并成为投资者潜在的参考指标。那么，入市近三年以来，QFII 的市场影响力究竟如何？追随 QFII 的选股思路和投资策略，是不是一种有效的投资方式？本文下面就三年来 QFII 的运行概况及其投资策略进行简要的回顾和分析。

（一）2003 年 QFII 的运行概况及其投资策略

2003 年是 QFII 制度在中国证券市场试点年，也是 QFII 试探性投资的第一年。2003 年 7 月 9 日瑞士联合银行首次以 QFII 的身份买入上港集箱、外运发展、中兴通讯与宝钢股份四家内地 A 股公司股票，为 QFII 在中国股票市场投下了第一单，此后，QFII 在中国证券市场上四处出击，先后投资了股票、债券、基金等法律所允许的金融工具。截止 2004 年 4 月 13 日，在已公布的 2003 年年报中，有四家 QFII 现身。其中德意志买入中信国安、中信国安，花旗持有山鹰和燕京转债，高盛买入波导股份。瑞银在众多 QFII 中是高调行事的，动作也比较大，持有市值达到 10 亿元，占其可用资金的 20%。瑞银持有了天津港、浦发银行、新农开发、模塑科技、强生控股、宝钢股份、吉恩镍业、盐田港以及燕京、万科、山鹰的转债等。目前 QFII 的投资范围包括股票、证券投资基金和可转债等。

从 QFII 投资 A 股市场的情况来看，QFII 投资的基本特点主要表现在以下几方面：

1. 投资理念清晰，以分享中国经济成长作为主要策略。2003 年，QFII 投资体现出了关注基本面和公司长期成长的基本理念。从 QFII 关注公司的所属行业来看，以制造行业、运输行业、信息技术行业为主，而其所选择的公司基本都是所属行业的龙头公司。这也契合了瑞士银行最初立下的四大 QFII 选股标准：市值和流通量大、公司治理与管理层透明度高、盈利增长能力比较强、公司是行业的龙头企业或具有不可替代性。伴随着世界工厂向中国转移，中国制造业发展前景广阔，对于占据沪深两市上市公司近一半的制造业自然成为 QFII 重点投资的行业。作为高成长代表的信息技术产业是 QFII 关注的焦点。尽管随着全球的经济出现萎缩，使电子通讯业受到了一定冲击，国内运营商也受到了极大的影响，但多年来我国电子通讯业仍是发展最为迅速的行业之一，而且由于在国内通讯运营商的垄断地位还没有完全打破，其由此获得了自行定价所带来的自由利润。虽然在不久的将来这种行业垄断会被打破，但此行业进入成本较高，科技进步的支持必不可少，所以其蓬勃的生命力还将进一步展现。波导股份、中兴通讯、中信国安良好的业绩和发展前景是 QFII 选择投资的关键原因。

2. 把握中国特色，在投资对象选择上注重填补国际投资真空。在全球经济普遍回调以及局部战争、恐怖活动等不稳定因素，国际投资资本开始加速对新兴经济发展体的关注与介入。中国作为全球最有经济活力的地区之一，政治社会环境稳定，经济发展充满活力。而证券市场可供选择的股票品种也因为中国经济的多元化而日益丰富和丰满。在 QFII 投资的股票当中，有一部分都是具有中国经济发展烙印的独特品种，凸显中国特色。比如，随着我国经济对外开放步伐的提速，进出口业务持续增长，并直接映射港口、运输类股票的投资价值不断攀升，而这些股票在 H 股市场中基本没有，QFII 进行投资的主要渠道自然就是中国 A 股市场。上港集箱、天津港、盐田港等股票成为 QFII 投资的主要对象，从而弥补了 QFII 和国外投资者在全球投资框架下的真空地带。这同时也表明了 QFII 看好我国加入 WTO 后对外贸易快速增长、物流业发展潜力巨大的前景。而像伊利股份这样的食品制造企业也颇具中国特色，自然也会受到 QFII 的青睐。

3. 呈现出重仓持有、集中投资偏好。就 QFII 所关注公司的股东结构来看，QFII 大多进入了公司前十名股东的行列，并在流通股股东中占据优势地位，其中 QFII 位列宝钢、中兴通讯、中金黄金、山东黄金流通股第一位。这种投资倾向在瑞士银行身上表现得更为明显。瑞士银行持有宝钢股份 8751.45 万股，占总数的 89.91%，成为其第一大流通股股东，其 2003 年底持股市值 6.19 亿，占持股总市值的 85.14%。据公开市场资料，2003 年海外投资者已经通过瑞银，在天津港、盐田港、宝钢股份、山东黄金等个股上，进行了大量的投资，均进入

了前 10 大流通股股东名单。花旗环球金融、高盛公司、德意志银行虽然属于试水阶段，但 QFII 投资规模正在迅速扩容。QFII 投资理念及示范效应对 A 股市场格局产生了重要影响，机构投资者投资趋于理性，并推动市场核心资产概念的形成，成为新一轮市场走势独特的审美标准。

4. 注重对业绩优良公司的投资。QFII 持有的股票都具有良好的业绩支撑，每股收益最高的波导股份 1.53 元，为目前披露年报的之最。净资产收益率基本在 13% 以上，每股经营现金流除天津港为 0.73 元以外，其它均超过 1 元，波导股份更是达到 5.35 元，同样是除银行外公司之最。这些公司都从属于本轮经济增长中景气度较高的行业，其共同特点是：市场占有率高或居于垄断地位，具有较强的核心竞争力；业绩优良，平均每股收益 0.42 元，远远高于市场平均水平 0.17 元，市盈率平均 29 倍左右，低于市场平均水平 53 倍；具有较好的流动性；公司治理结构明晰，管理科学，运作规范。

5. 把握市场大势，相机抉择，秉持长期投资理念。QFII 对指数走势时机的把握与国内投资者见仁见智，一般选择在一国的基准指数已经有相当的跌幅，市场整体 P/E 下降，已经徘徊在历史较低区域的时候，开始建仓。瑞士银行买入 A 股当天，上证 A 股指数收盘 1574 点，距 2001 年 6 月 13 日上证 A 股指数 2337 点已有 33% 的跌幅，处于 1999 年 6 月以来的低位区域。

6. 涉足基金和可转债领域。QFII 首次进入中国开放式基金领域，是 2003 年 8 月 19 日花旗认购博时裕富指数基金，此后，便有长盛债券基金、博时现金收益基金、招商现金增值基金、华夏现金增利基金的可观份额分别被 QFII 纳入投资组合。但 QFII 对于开放式基金的选购仍然处于一个非常谨慎的状态，主要看中其中的低风险、被动型投资的基金。QFII 对中国未来 A 股市场的良好预期，是促成其对偏股型基金投资偏好的主要原因之一。另外，出于对具有较高折价率的封闭式基金和对“封转开”的预期，QFII 也开始进入封闭式基金领域。依据《合格境外机构投资者境内证券投资暂行管理办法》，QFII 可以投资于国债、企业债与可转债，但依据《上海证券交易所合格境外机构投资者证券交易实施细则》，QFII 暂时不能进行企业债和国债回购投资。因此在现阶段，QFII 只能投资国债和可转债包括一级市场申购、二级市场购买。从统计的数据看，花旗一级市场可转债申购相当踊跃，先后申购国电转债、西钢转债、华西转债、云化转债和邯钢转债，二级市场更是买入山鹰转债 5431.9 万元，占转债比例达 21.73%，为第一大持有人；丰原转债 10678.68 万元，占转债比例 21.36%，为第一大持有人。瑞银在可转债上投资力度也非常大，一级市场申购国电转债、邯钢转债、首钢转债，二级市场买入山鹰转债、万科转债、丰原转债、燕京转债。

（二）2004 年 QFII 的运行概况及其投资策略

进入 2004 年以来，QFII 制度的实施取得了新的进展。主要表现在：

1. QFII 的数量在扩大，投资者种类不断丰富，投资额度也在持续增加。2004 年，中国证监会共批准 315 家境外机构投资者的资格，外汇管理局则新批了 17.25 亿美元的投资额度。到 2004 年底，我国证券市场上共有 27 家境外机构投资者，其中有 24 家境外机构投资者获得了外汇管理局合计 34.25 亿美元的投资额度。2004 年新获批的 QFII 主要有以下几个特点：首先，QFII 的种类不断丰富。在 2003 年获批的 QFII 均为银行或证券公司，而在 2004 年，一些专业性的资产管理公司、基金会等获得了投资资格。其次，在 2004 年新批的额度中有近一半左右是 QFII 追加申请的额度。2004 年，瑞士银行、花旗环球、日兴资产管理、德意志银行、汇丰银行等 5 家已进入中国市场的 QFII 获得了外汇管理局 8 亿美元追加投资的额度，占当年总获批额度的 46.38%。

2. QFII 的运作出现了一些新的形式。2003 年获批的 QFII 大部分都采取了经纪形式，即其投资额度大都提供给其客户使用，按照客户的指令来进行买卖，QFII 则通过收取相应的佣金和服务费用来获益。这样一种运作形式在某种程度上与管理层的初衷是相违背的。管理

层设立 QFII 制度是希望以 QFII 们成熟的投资理念、长期持股的投资思维来影响中国的投资者，促进市场的稳定。但是 QFII 经纪运作模式使得其投资体现的是其背后客户的意愿，这些客户有些并不是一些注重长期收益的投资者，而是一些投机者。这就可能会加大市场本身的波动性。而且市场上也曾经出现过国内投资者通过利用 QFII 的示范效应来操纵股价的行为。在 2004 年，QFII 的运作形式有了新的突破。2004 年 2 月，外汇管理局批准了日兴资产管理有限公司 5000 万美元的投资额度，日兴资产管理有限公司在额度的使用上采取了封闭式基金的模式，为现行 QFII 制度下共同基金的投资运作进行了有益的探索。在获准追加投资额度后，日兴资产管理有限公司又以开放式基金形式投资 A 股市场，为 QFII 制度的进一步推进探索经验。此外，富通银行所获准的 1 亿美元 QFII 额度也将全部用于在卢森堡设立的开放式基金，富通基金管理公司将担任该基金的管理人，而海富通基金管理公司将为基金提供投资咨询服务，此次基金最终的认购者主要为欧洲的养老金。

3. QFII 在投资行为上也出现了一些新的变化。在 2004 年，QFII 们对中国证券市场的投资呈现出一个从不积极向积极转化的过程。在 2004 年年初，QFII 们对证券市场的投资并不太积极，存在投资的“不作为”现象，有大量的资金以银行存款的形式在托管银行的账户里保留。在 2004 年年初，QFII 以银行存款形式保留人民币资金占有较大的比例，这个比例高的时候达到 50% 左右，到 2004 年 6 月，降低到 1/3 左右（邹林，2004）。但进入二季度以后，随着监管层政策的变化以及 QFII 对中国证券市场的逐渐适应，他们开始积极投资于中国证券市场。

从有关数据来看，QFII 们在 2004 年的投资上表现出以下一些特点：

(1) 对于股票的投资，QFII 比较偏好业绩优良和有较高成长能力的大盘股票，如中兴通讯、盐田港 A、宝钢股份、上港集箱等，比较好地体现了其所倡导的“价值投资”的理念。当然，在持有这些优质股票的同时，QFII 们也买入了一些质地并不好的股票。根据统计数据显示，在 2004 年第三季度 QFII 所持有 26 只重仓股中，前三季度赢利增长超过 30% 的只有 10 家，仅占 38.46%；而盈利增长低于 10% 的股票有 11 家，占 42.30%，而这是在国内上市公司整体盈利增长超过 40% 的背景下出现的。这说明 QFII 们的研究能力和投资能力并没有在中国市场上得到完整的体现。而且，就其投资行为而言，也并没有如监管层所期待的进行“长期投资”，更多的还是采取快进快出的投资方式。

(2) 讲求低风险策略。可转换债券由于其具有债券和股票双重特性，能在一定程度上规避市场下跌所带来的风险，一直以来都受到 QFII 的高度关注。截至 2005 年 4 月 19 日，QFII 总计进入 22 只可转换债券前十大持有人之列，花旗环球、瑞士银行和摩根士丹利是这些 QFII 的重中之重。通过 QFII 持有的十大重仓可转债可以看到，QFII 投资中国转债市场有两个明显的特点：安全性第一和长期持有。其大力投资中国转债市场的重要原因在于中国的可转债有两个独特之处：(1) 信用风险极低。绝大部分中国可转债是由绩优上市公司发行，并由国有商业银行提供连带责任担保，几乎不存在任何信用风险。(2) 债券价值高。国际市场发行的可转债绝大部分是没有票面利息的。而在中国可转债市场，尽管受到票面利息不得高于同期银行存款利息的限制，但是绝大部分可转债都可以通过利息补偿、到期高额还本、时点回售和向上浮息等方式大幅提升可转债的债券价值。可见，可转债不仅为 QFII 提供了更高的安全保证，还可以满足长线投资者的现金流需要，因此成为 QFII 资产配置中规避风险、提高资金安全性的一大重要选择。这也给国内投资者以启示，应更加重视中国可转债市场的独特投资价值。根据 2004 年半年报上市公司前十大股东的数据统计推断分析，在 QFII 投资运作的资金中，投资 A 股市场市值约为 21.45 亿元；投资可转换债券为 1338.89 万张，面值 13.39 亿元。

(3) 关注具有比较优势、回报稳定的行业。此前，国内证券机构根据以往 QFII 的投资理念、周边市场 QFII 制度运行情况等方面的资料进行预测，将 QFII 所看好的投资品种归纳

为以下几大类：①优势产业股。具有国际比较优势的行业，如纺织服装、家电等劳动力密集型行业；②行业龙头股。选择行业或区域内最具规模优势、技术优势、成本优势的公司；③垄断资源股。譬如公用事业类、基础设施类、矿产资源类公司；④稳定性行业。譬如日用消费品、能源类公司；⑤大盘蓝筹股。具有大市值、高流动性、低市盈率等特征的公司。通过观察 QFII 近两年来的投资表现，其投资的整体价值取向基本保持了其一贯的风格，与各大券商的预测并无二致，虽然投资个股不断调整，但持股范围基本上没有显著变动。QFII 的这一选股思路在一定程度上体现了其针对新兴证券市场不够稳定的特点而采取相对稳健的投资策略，主要表现为：第一，具有突出的比较优势或中国特色的上市公司从 QFII 进入初期就被积极关注。2004 年的统计数据表明，我国比较优势突出的纺织业和带有鲜明中国特色的公司如中药行业，市场需求旺盛，具有较高而稳定的市场占有率，其股票受到 QFII 的重点关注，占其所持股票的 17.25%。第二，能在一定程度上抵御宏观经济大幅波动所带来冲击的消费、资源、物流业也是其关注的重要领域。QFII 持有的此类股票多达 13 只，占其所持股票的 44.83%。第三，关注行业地位突出的龙头型上市公司及注重有价值回报的企业。QFII 重仓股大量集中在回报较高、尤其是每年都能分红的上市公司群体上，说明其在注重投资回报的同时，亦非常看重上市公司维护股东权益的意识，良好的公司基本面和能给予股东合理回报是其选择上市公司股票的两个基本要素。总体看，QFII 的投资范围主要集中于相对安全、受宏观调控影响较少的，能充分享受我国经济高速发展成果的具有本国行业优势的股票。

(4) 继续积极投资于基金市场。2004 年以来，QFII 们对基金表现出了一定的兴趣，以瑞士银行为例，在 2003 年底的时候，瑞银持有 6 家封闭式基金共计 5465 万份，到了 2004 年中期迅速增加到 12 家封闭式基金共计 1.85 亿份，增加幅度达到了 339%。此外，QFII 们对开放式基金也进行了投资，并积极认购 E T F 和 L O F。

(5) QFII 的长期持有的投资理念并未充分显现出来。在坚持价值发现的前提下，其充分考虑到我国证券市场的特殊性，从而采取了积极灵活的操作策略。即使是公认的绩优股，QFII 也并未一味持股，而是采取了适时积极兑现的策略。截至 2005 年 4 月 11 日，原 QFII 重仓股中累计已有 31 家上市公司公布年报，其中有 11 家公司的十大流通股股东名单中没有了 QFII 的身影，占 35.49%。说明 QFII 换股还是相当频繁的，这与普遍印象中的境外机构注重中长线投资的理念并不十分相符。这种背离至少说明了以下两个问题：(1) 目前我国证券市场还缺乏长线投资的市场基础，适时兑现、赚取差价依然是市场也是 QFII 的主要盈利模式；(2) 优质的上市公司稀缺，QFII 所最关注的具有投资价值、回报良好的股票少之又少，为免引起投资扎堆、确保资金的安全性和流动性，QFII 只能顺应形势采取积极兑现的短线策略。

4. 相关部门对 QFII 的政策导向进行了调整和完善。2004 年对 QFII 制度的相关政策导向调整主要表现在以下两个方面：(1) 国务院批准成立了落实“国九条”六个专题工作小组之一的“完善 QFII 试点”小组，其工作重点是，研究完善相关政策法规，加强监督与引导，在总结前期试点经验的基础上，适时扩大试点规模，确保 QFII 试点预期目标的实现。(2) 监管层对 QFII 的“不作为”行为进行了劝导。在 2004 年初，监管层发现有部分 QFII 将大量资金存在托管银行，不进行资金的运用。对于这一现象，监管层给予了积极关注，并且发表了专门讲话，指出如果发现 QFII 出于对汇率和利率投机目的，长期将资金存放银行而不投资国内证券市场，监管层将采取措施对这类 QFII 进行限制，直至将其从我国证券市场劝退。

(三) 2005 年 QFII 的运行概况及其投资策略

2005 年是 QFII 大发展的一年。2005 年前 11 个月新批或允许增资的 QFII 有 15 家，批准投资金额 20.7 亿美元；仅 11 月份外管局就批准了 7 家 QFII（包括 2 家新 Q F I I 机构）总计 11.75 亿美元的投资额度，是引入 QFII 以来投资额度增长最快的一个月。QFII 资金加速扩容，使得 QFII 在 A 股市场投资影响力与日俱增。与现有内地投资机构相比，QFII 的投资行为已经表现出自己独特的个性。QFII 投资的基本特点是：

1. QFII 投资的积极性越来越高。

上市公司 2005 年一季报显示，QFII 当时持股总量仅为 4.88 亿股，而同年半年报、三季报显示，QFII 却有较大仓位现身，其中三季度持股总量是一季度的 2.3 倍。截止 2005 年三季度，QFII 共持有 145 只股票，持股总量为 11.2 亿股，所持股票总数接近年初时的 3 倍，持仓市值达 68.01 亿元。从持仓变化来看，其仓位有一定的调整，，但总体上 QFII 增持行为十分明显。QFII 投资的积极性从表 2、表 3 可见一斑。

表 2 2005 年以来 QFII 持股变化情况 资料截至：2005 年 11 月 17 日

项目	05 三季度	05 二季度	05 一季度	04 四季度
增仓股票家数	32	21	8	6
减仓股票家数	60	17	15	17
新增仓的 QFII 家次数	121	125	88	42
持有的股票总数	145	100	83	46

资料来源：摘自《证券时报》。

表 3 2005 年以来 QFII 增仓幅度超过 100% 的股票情况

2005 三季度		2005 二季度		2005 一季度		2004 四季度	
增仓股票	增仓比例	增仓股票	增仓比例	增仓股票	增仓比例	增仓股票	增仓比例
中集集团	256.42%	海螺水泥	125.79%	天津港	186.57%	燕京啤酒	276.86%
西藏发展	133.48%	九芝堂	125.79%				
G 宝钢	162.95%	G 宝钢	104.66%				
铁龙物流	225.70%	古越龙山	248.49%				
海南发展	225.70%	金鹰股份	369.54%				
广州药业	725.73%	深高速 (2) 家	248.82%				
	263.57%		120.83%				
G 龙盛	161.86%						
海螺水泥	155.83%						

数据来源：摘自《证券时报》。

2. 充分利用股权分置改革的契机，大举增持股改股。在股权分置改革期间，QFII 投资十分活跃。据统计，QFII 有过半数仓位集中在股改股上。2005 年第三季度数据表明，QFII 增持行为十分明显，在所有上市公司前十大流通股东中共持有约 11.11 亿股。QFII 积极发掘股改带来的投资机会，三季度 QFII 共计持有股改公司流通股 5.7 亿股，而在二季度末 QFII 持有这些公司的股票仅为 2.79 亿股，期间 QFII 对股改公司增仓幅度达到 104.30%。

3. 投资理念具前瞻性。对基金投资组合报告和 QFII 仓位对比统计，我们发现，在基金大幅减持蓝筹股的同时，QFII 却不断捡走这些基金主力不断抛出的大量优质筹码，大幅增持钢铁、石化、机械等行业的蓝筹股，继续高举价值投资的大旗。目前，许多有核心竞争力和垄断性的公司股票都已经进入 QFII 的投资组合。对比研究发现，国内基金的投资思路相对保守，倾向于当前基本面良好、流通盘比较大的蓝筹品种。而 QFII 的理念则激进一些，更看重个股的成长性、在本行业有突出优势和资源优势，拥有业绩增长潜力的上市公司是其最爱。QFII 紧抓行业龙头，注重企业在行业中的规模及垄断优势，在择股过程中这些因素权重较高，而对于企业的短期业绩与行业的景气周期则放在相对次要的地位。2005 年三季报前十大流通股东显示，QFII 对金属、非金属行业特别青睐，控盘比例最高的为海螺水泥，占其流通股本比重达 21.19%，其次为燕京啤酒，兖州煤业位居第三，详情请参见表 4。

表4 2005年3季末QFII持股占流通股比例排名情况 资料截至：2005年11月3日

排名	简称	所属行业	2005年3季末QFII持股情况		
			QFIIT名称	数量(股)	占流通股%
1	海螺水泥	非金属矿物制品业	花旗环球金融有限公司 / 瑞士银行有限公司 / 香港上海汇丰银行有限公司 / 德意志银行	42388073	21.19
2	燕京啤酒	饮料制造业	瑞士银行有限公司 / 荷兰商业银行	48722420	16.3
3	兖州煤业	煤炭采选业	德意志银行 / 瑞士银行有限公司 / 瑞士信贷第一波士顿(香港)有限公司 / 雷曼兄弟国际公司(欧洲)	38336719	13.31
4	晋西车轴	普通机械制造业	日兴资产管理有限公司 / 美林国际 / 瑞士银行有限公司	4934589	12.34
5	兰太实业	化学原料及化学制品制造业	雷曼兄弟国际公司(欧洲) / 美林国际 / 香港上海汇丰银行有限公司 / 荷兰商业银行	14025044	11.24
6	通威股份	农、林、牧、渔服务业	德意志银行 / 摩根士丹利国际有限公司 / 比尔及梅林达一盖茨基金会	6349460	10.58
7	爱建股份	金融信托业	恒生银行有限公司	28454594	9.23
8	金鹰股份	纺织业	德意志银行 / 摩根士丹利国际有限公司 / 比尔及梅林达一盖茨基金会	5204129	8.9
9	南京糖业	食品加工业	荷兰商业银行 / 瑞士银行有限公司 / 香港上海汇丰银行有限公司 / 美林国际	7637329	8.07
10	广州药业	医药制造业	瑞士银行有限公司 / 荷兰商业银行 / 香港上海汇丰银行有限公司 / 美林国际	6222177	7.98

数据来源：深圳证券信息有限公司。

QFII缘何要为国内基金接盘呢？笔者认为，QFII的投资视野是从全球范围来考虑的，就目前全球经济来看，最具有吸引力的显然就是亚洲经济，而亚洲经济里面最让QFII着迷的显然非中国莫属。另一方面，QFII的投资周期不同于国内机构投资者，这是造成目前两者投资态度迥异的根本原因。事实上，海外机构投资者大都来自成熟资本市场，委托资金给QFII时，不会表现出像某些国内投资者那样的急功近利，所追求的是长期稳定的投资回报，而不是短期暴利。QFII持有的53只A股股票中，有13只股票出现QFII扎堆持有的现象。新兴铸管前十大流通股股东中出现了4家QFII；中色股份前十大流通股股东中出现了5家QFII。长春燃气、通威股份、外运发展、丰原生化、南宁糖业、沪东重机、海螺型材等股票都已经进入QFII投资组合。

4. 注重短线套利和对冲机会

与一般市场投资人预期所不同的是，QFII虽然比较注重战略性投资，但他们也非常关注短线套利机会。统计数据显示，2005年11月QFII在沪市共有28只交易账户，其中日均交易额在100万至500万的有8只，占比为28.57%；日均交易额在500万至1000万的有9只，占比为32.14%；日均交易额在1000万至5000万的有6只，占比也达到21.43%。交易活跃账户占总账户的比重达到82.14%，这个数据在当月所有投资群体中是最高的。这充分说明，QFII短线交易

极为频繁。

三、结语

随着 QFII 批准额度的逐步扩大, QFII 已经从试探性下单, 发展到了对市场投资取向越来越具有话语权, 没有人能忽视 QFII 的一举一动。根据统计信息, 仅在 2005 年 11 月份, QFII 的 A 股账户净买入额就达到了 11.67 亿元。如果不考虑 2005 年底新批额度的话, 相当多 QFII 的持股仓位已高达 90%, 处在历史高位。因此剖析 QFII 的投资策略和取向, 追踪 QFII 的蛛丝马迹, 不仅有助于投资者树立理性的投资理念, 提前一步把握市场未来的投资机会, 而且有助于监管部门进一步完善 QFII 制度提供决策帮助。

参考文献

1. 周杰等:《QFII 进入中国证券市场后的博弈结构》, 载《西安交通大学学报》2003 年第 3 期。
2. 外经贸研究院:《QFII 制度的台湾经验》, 载《国际经济合作》2003 年第 3 期。
3. 翟金林:《QFII 进入中国证券市场的投资理念探讨》, 申银万国证券研究, 2002 年。
4. 唐志:《整体设计、循序渐进——解析 QFII 基本框架和制度设计》, 深圳联合证券研究所, 2001 年。
5. 袁爱民:《QFII 进入中国的盈利模式分析及启示》, 载《管理评论》2003 年第 6 期。
6. 中国证监会网站, 网址: <http://www.csrc.gov.cn>.

The Development of QFII System in China and Analysis of It's Investment Strategy

Li Jianhua

Abstract: As the way of opening the capital market of one country, China confirmed and chose QFII system formally in 2002 as the concrete policy of opening the national capital market, and has already put it into the right course more than two years. Under brief introducing the QFII system's essential and its development in China, this paper analyzes mainly the general situation of QFII and its investment strategy, so as to help the investors building up correct ideas.

Key Words: QFII system; QFII's development; investment strategy