

相关研究报告:

《金融工程专题研究:尾部风险收益挖掘——大道至简?》——2016-05-17
 《金融工程专题研究:又是一年红包季:把握高送转收益》——2016-04-29
 《单向波动率差值择时之二:RPS 分级靠档减少交易频率》——2016-03-21
 《单向波动率差值择时之三:基于成分股波动率差值指数择时》——2016-03-21
 《金融工程专题研究:指数均值回复现象研究及其指数轮动策略》——2016-03-21

联系人: 邹璐

电话: 0755-82130833-701418

E-MAIL: zoulou@guosen.com.cn

证券分析师: 黄志文

电话: 0755-82133928

E-MAIL: huangzw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120059

QFII 资金投资风格分析

● QFII 机制加速发展, 投资者热衷 A 股市场

作为由封闭转向开放资本市场阶段性过渡, QFII 机制历年有条不紊地发展, 获批机构数量和总额度逐年增加, 尤其在 2012 年以后增速加快, 目前获批总额度在 810 亿美元。QFII 投资者对 A 股市场有较高热情, 其资金的投资主要标的为股票资产, 在 2014 年底的统计中约占总资产的七成。

● 股东列表觅芳踪, 归纳 QFII 持股风格

通过寻找 QFII 机构在上市公司财报所披露的股东名单中的身影, 我们得以对 QFII 资金整体持仓风格有所了解。在与公募基金持股以及全市场股票各项指标比较下, 我们发现 QFII 持股具有大市值、低估值、追求可持续盈利增长、高股息率的特点。仅从季度截面数据来看, QFII 资金总体持仓季度间调整较小。

将从财报中得出的每期 QFII 持股换算为权重, 计算模拟组合净值, 发现该净值表现优于同方法下的公募持股净值表现, 并与普通股票型基金指数曲线走势高度一致。受限于数据质量, 从该统计结果难以做出确切结论。

● 初探 QFII 产品特点

QFII 产品端的公开数据相对较为有限, 我们对几个样本产品的描述和业绩进行了简要介绍。数据可见的 QFII 产品大多数具有收益和整体波动均低于市场指数的特点, 描述中也大多将目标设为追求长期稳定的投资收益。

● 成熟资本市场机构投资风格, 符合一贯印象

总的来说, 经由对数据的考察, 我们认为 QFII 整体投资风格重视对股票财务数据的筛选, 通过对优质上市公司股票的长期持有, 追求稳定、长期的投资回报, 符合我们一贯对海外成熟资本市场中机构投资风格的印象。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

QFII 发展历程	4
《办法》颁布门槛放宽，额度规模快速发展	4
QFII 资金偏好股票类资产	5
神龙见首：股东列表寻踪影	5
数据说明：QFII 重仓股模拟组合构建	5
2016 年一季报截面数据	6
QFII 重仓股持仓特征	7
行业分布：金融银行股唱重头戏	7
市值分布：偏爱大市值蓝筹股	7
估值指标：持仓平均估值稳定偏低	8
盈利能力：偏好稳定中速净利润增长	9
分红派息：持仓股息率波动较大，目前高于市场平均	10
持股品种调整：近半数股票沿自前一季度	11
模拟持仓净值：与普通股票基金指数曲线重合	11
QFII 产品初探	12
单一信托：HSBC CHINA A-SHARE FOCUSED（汇丰中国 A 股汇聚）	13
共同基金：惠理智者之选-中华汇聚基金	13
封闭式基金：汇丰中国翔龙基金	14
对冲基金：VALUE PARTNERS HEDGE FND LTD	14
总结	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: QFI 机构及额度获批总数发展历程	4
图 2: 2003-2014 年 QFI 资金汇入汇出情况	5
图 3: 2014 年各月 QFI 资金汇入汇出情况	5
图 4: 2016 年一季报 QFI 持仓权重行业分布 (万得行业)	6
图 10: QFI、公募基金及全市场组合加权平均 P/E 指标	8
图 11: QFI 重仓股组合权重历年在各 P/E 区间的分布情况	8
图 4: 公募基金持仓权重历年在各 P/E 区间的分布情况	8
图 11: 全市场市值历年在各 P/E 区间的分布情况	8
图 11: QFI、公募基金及全市场组合加权平均 P/B 指标	9
图 11: QFI 重仓股组合权重历年在各 P/B 区间的分布情况	9
图 11: 公募基金持仓权重历年在各 P/B 区间的分布情况	9
图 11: 全市场市值历年在各 P/B 区间的分布情况	9
图 11: QFI、公募及全市场整体净利润 (TTM) 同比增长幅度	10
图 11: QFI 权重在各净利润同比增长幅度区间分布情况	10
图 11: 公募持股权重在各净利润同比增长幅度区间分布情况	10
图 11: 全市场市值在各净利润同比增长幅度区间分布情况	10
图 11: QFI、公募基金及全市场组合加权平均股息率 (过去 12 个月)	10
图 11: QFI 持仓股票品种调入/调出组合情况	11
图 11: QFI 资金及公募资金模拟持仓净值	12
图 11: HSBC CHINA A-SHARE FOCUSED (汇丰中国 A 股汇聚) 归一净值	13
图 11: 惠理智者之选-中华汇聚基金	13
图 11: 汇丰中国翔龙基金	14
图 11: VALUE PARTNERS HEDGE FND LTD 基金归一净值	14
表 1: 2016 年一季报 QFI 持仓持股数量对应市值前 10 股票	6
表 2: 2016 年一季报 QFI 持仓组合财务特征	6
表 3: 在 Bloomberg 提供公开数据的 QFI 产品列表	12

QFII 发展历程

QFII 机制，即合格境外投资者机制，允许符合条件、获得审批的境外金融机构，在获批的额度和投资种类范围内，对境内资本市场进行投资；该制度是逐步开放地区资本市场的过程中的一个过渡形式，在台湾、印度、韩国等地区均实行有类似制度。

我国自 2002 年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式出台，QFII 机制开放，13 年来已经历数个牛熊市。2003 年 6 月，瑞银集团和日本野村证券正式获批准成为第一批 QFII 机构；同年 7 月，QFII 投资者首次在 A 股市场下单交易。

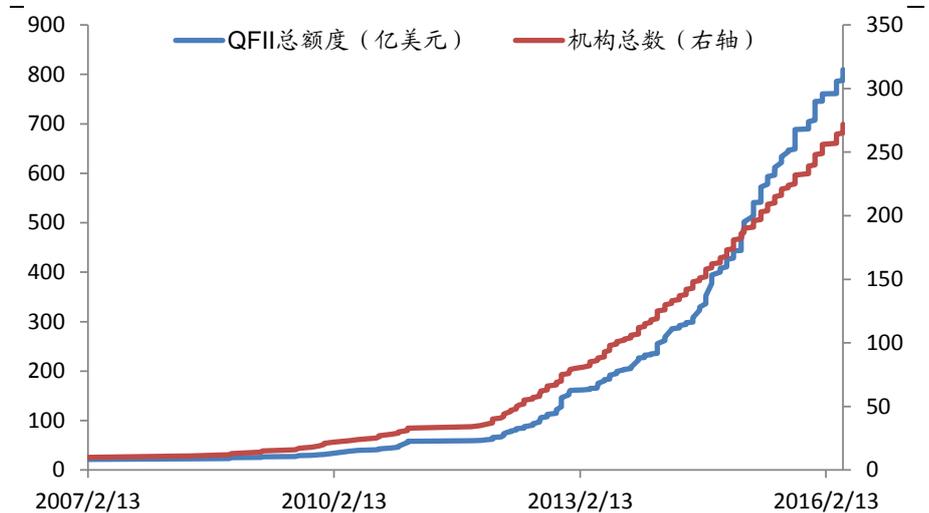
《办法》颁布门槛放宽，额度规模快速发展

自机制开放后，获批的 QFII 总额度有条不紊地逐年增加；尤其在 2012 年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》颁布后，境外机构准入门槛放宽，QFII 总额度快速增长。

根据国家外汇管理局披露的数据，截至 2016 年 4 月 28 日，获批准的合格境外投资者机构共 272 家，获批投资额度总计为 809.96 亿美元，其中单个机构获批最高额度为 25 亿美元。

目前，合格境外投资者申请获批后，允许的投资范围包括股票、债券、基金、权证、资产支持证券等品种。

图 1: QFII 机构及额度获批总数发展历程



资料来源：国家外汇管理局官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

QFII 资金偏好股票类资产

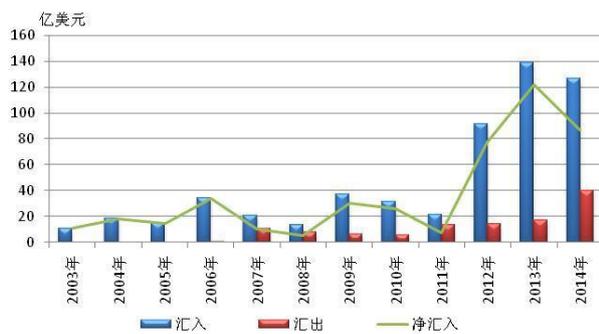
根据外管局 15 年初发布的《2014 年中国跨境资金流动监测报告》(尚未有 2015 年的该项报告发布),截至 2014 年底, QFII 总资产中超过七成为股票资产,约一成为债券类资产,银行存款、基金及其它约占两成。

此外,报告中还披露了历年的资金汇入汇出情况: QFII 资金历年来均呈现净汇入。具体到 14 年内,前 11 个月均有净汇入,而 12 月转为净汇出。外管局认为该净汇出主要来源于部分 QFII 机构出于风险敞口管理的需要,投资 A 股达到一定收益时需主动退出市场,换持现金或固定收益类产品,或是汇出境外实现投资收益。

截至 2014 年底, QFII 机构累计净汇入投资资金 474 亿美元;该时点下累计批准 QFII 额度为 669 亿美元。

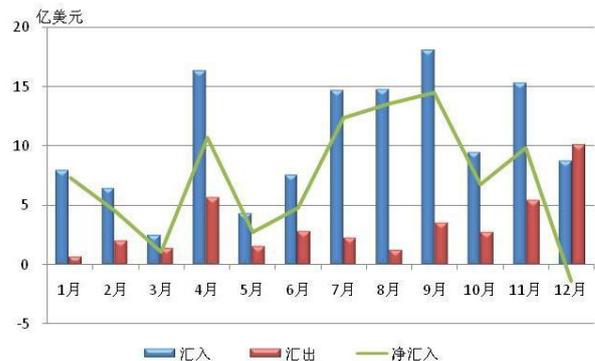
总体来说, QFII 机构能够从股票市场切实获得收益,并对 A 股市场具有较高的投资热情。

图 2: 2003-2014 年 QFII 资金汇入汇出情况



资料来源: 国家外汇管理局《2014 年中国跨境资金流动监测报告》

图 3: 2014 年各月 QFII 资金汇入汇出情况



资料来源: 国家外汇管理局《2014 年中国跨境资金流动监测报告》

神龙见首: 股东列表寻踪影

数据说明: QFII 重仓股模拟组合构建

由于 QFII 机构分布较为分散,且没有完整的持仓数据披露,我们仅能够从上市公司季度财报中披露的股东名单中寻找 QFII 机构的身影,从而获取 QFII 资金重仓股票信息。

我们提取了 13 年来上市公司财报中的股东列表,并将所有出现的 QFII 持股按股数合并加总,构成 QFII 重仓股组合,然后按财报对应时点计算各股票品种当期市值,并据此市值比例计算组合中每只股票的权重。

QFII 额度的使用情况没有实时披露;季报仅代表其对应时点的截面数据,频率相对较低;可能存在一季、三季未进入十大股东的 QFII 持仓未被公开;因此,该模拟组合并不能完整覆盖 QFII 资金的全部股票投资行为。但由于 QFII 整体风格偏向长期价值投资,持仓变化相对较为稳定;我们认为 QFII 重仓股组合仍对于其投资行为具有一定的代表性;同时,这也是以金额而言,目前从公开信息中提取到的覆盖最为广泛的数据。

2016年一季报截面数据

从最新披露的16年一季报数据来看，QFII机构持股共出现在217家上市公司的十大股东列表中，持股数量总计64亿股，对应市值1312亿元人民币；其中权重前十位重仓股共计占据整个持仓64%的权重。

从行业来看，金融股占据38%的市值权重，占比第一，其中构成主要是银行股品种；其次是日常消费和可选消费，分别占23%和17%的比重。

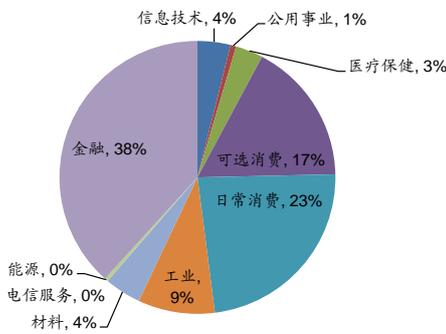
从财务特征来看，QFII持仓总体的平均P/E为12.11，平均P/B为1.71，组合整体估值处于较低的位置。组合平均净利润（TTM）同比增长为13.9%，组合平均过去12个月股息率为2.25，整体偏好平稳增长，股息率较高的上市公司。

表 1: 2016年一季报 QFII 持仓持股数量对应市值前 10 股票

代码	名称	万得行业	持股数量	占公司总股数比例	权重
601169	北京银行	金融	1,728,837,760	13.6%	13%
600015	华夏银行	金融	877,302,599	11.3%	9%
600519	贵州茅台	日常消费	41,629,440	3.3%	8%
603288	海天味业	日常消费	30,654,105	11.4%	7%
601009	南京银行	金融	510,501,741	17.2%	7%
002142	宁波银行	金融	530,904,000	15.4%	6%
000333	美的集团	可选消费	123,699,792	5.5%	6%
600009	上海机场	工业	93,406,951	8.5%	4%
000651	格力电器	可选消费	157,699,410	2.6%	2%
002304	洋河股份	日常消费	28,260,498	2.3%	2%

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 4: 2016年一季报 QFII 持仓权重行业分布 (万得行业)



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

表 2: 2016年一季报 QFII 持仓组合财务特征

组合总体指标	数值
股票总数	217
对应总市值 (亿人民币)	1312
P/E	12.11
P/B	1.71
净利润同比增长	13.90%
股息率	2.25

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

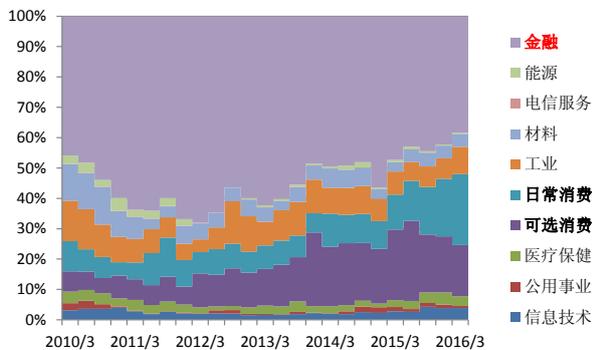
QFII 重仓股持仓特征

如前文所述，我们整理了历年的 QFII 重仓股组合数据，并通过类似方法，整理了国内公募基金持仓组合，将两者的财务特征与全 A 股市场整体特征进行对比。

行业分布：金融银行股唱重头戏

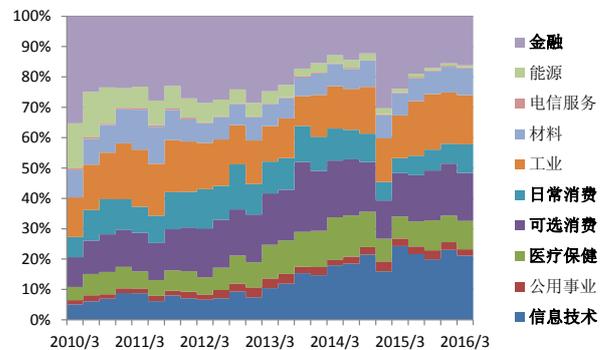
首先从行业分类来看，自 10 年起，QFII 持仓中最大权重始终落在金融股，近四个季度平均占比在 42%，其中构成以银行股为主；另一方面，金融股整体占比自 12 年以来呈下降趋势。相应地，日常消费和可选消费的总占比逐渐增加，近四个平均总占比在 19%；材料和工业占比相对稳定，历年来分别在 7% 和 10% 上下徘徊。能源、电信、医疗保健、公用事业和信息技术相对较少出现在 QFII 持仓中，历年占比均在 5% 以下。

图 5：QFII 重仓股权重行业分布



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 6：公募基金持股权重行业分布



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

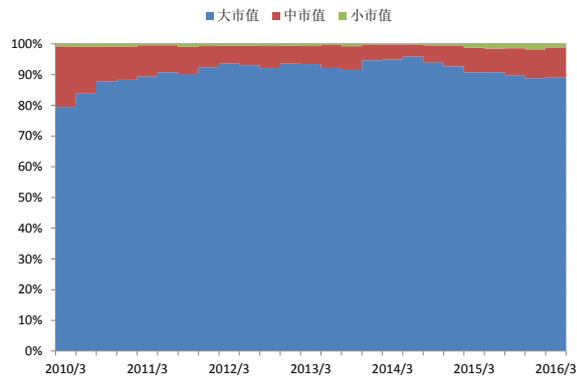
与公募总体持仓对比，相比之下近年来颇受公募资金追捧的信息技术类行业在 QFII 持股中出现频率并不高。此外，在公募持仓中占比明显大于 QFII 持股的还有工业和医疗保健行业。

市值分布：偏爱大市值蓝筹股

我们以季度频率，按照市值分布情况，对全市场的市值规模进行切分，将所有股票分为大、中、小三个市值区间。我们看到，QFII 持仓的绝大部分权重落入大市值的分类当中，历年均在 80% 以上，平均在 87%；中市值股票占比在 12% 左右，剩余约不到 1% 权重落入小市值股票。

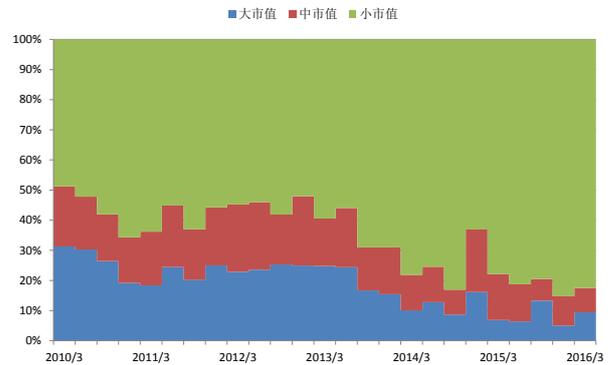
公募持仓的市值风格则与之形成鲜明对比：小市值股票权重占比历年在 50% 以上，且占比逐年呈增加趋势；近四个季度平均情况为：小市值股票权重占比 82.1%，中市值和大市值股票分别占比 9.3% 和 8.5%。

图 7: QFII 持仓组合市值分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 8: 公募基金持仓市值分布情况

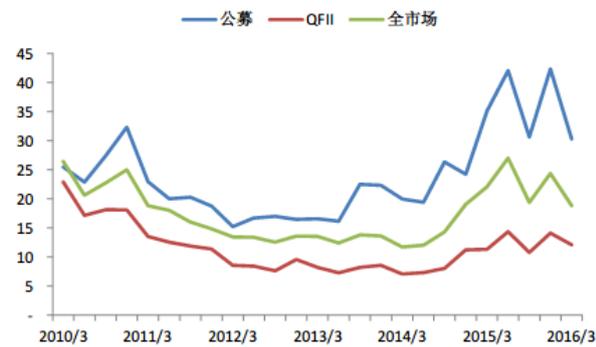


资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

估值指标: 持仓平均估值稳定偏低

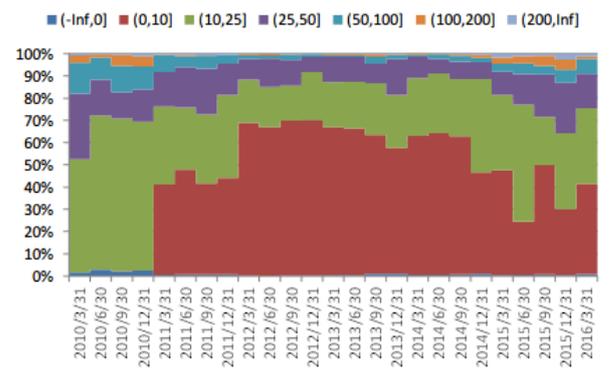
从持仓平均 P/E、P/B 指标水平来看, QFII 重仓股组合的估值指标历来低于全市场水平。另一方面, 公募基金持股的该两项指标均值历年均高于市场平均水平。

图 9: QFII、公募基金及全市场组合加权平均 P/E 指标



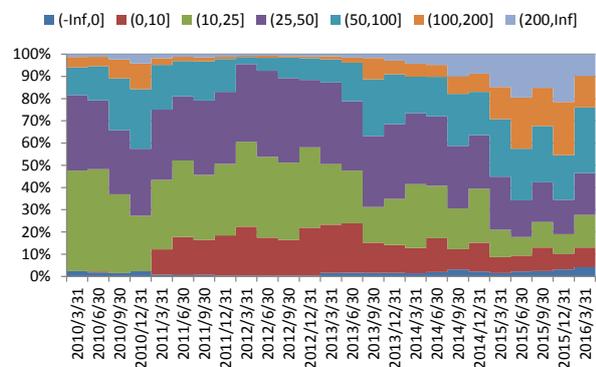
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 10: QFII 重仓股组合权重历年在各 P/E 区间的分布情况



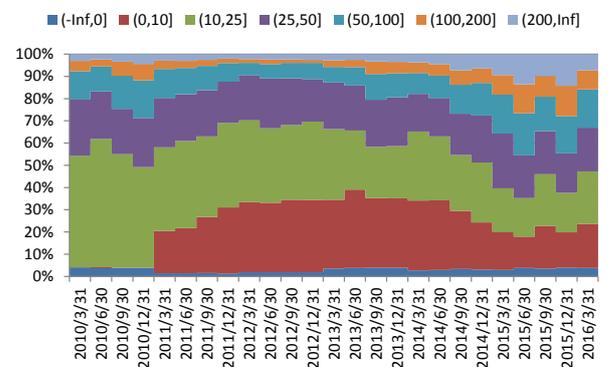
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 11: 公募基金持仓权重历年在各 P/E 区间的分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 12: 全市场市值历年在各 P/E 区间的分布情况



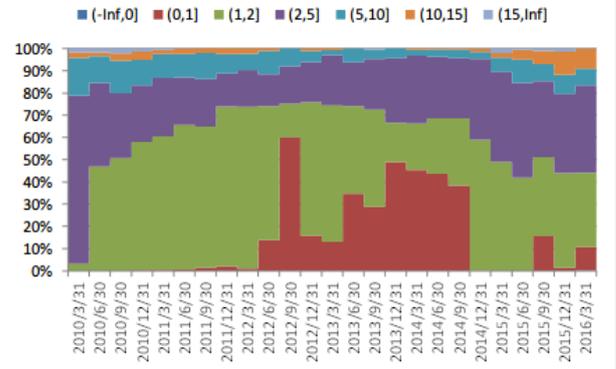
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 13: QFII、公募基金及全市场组合加权平均 P/B 指标



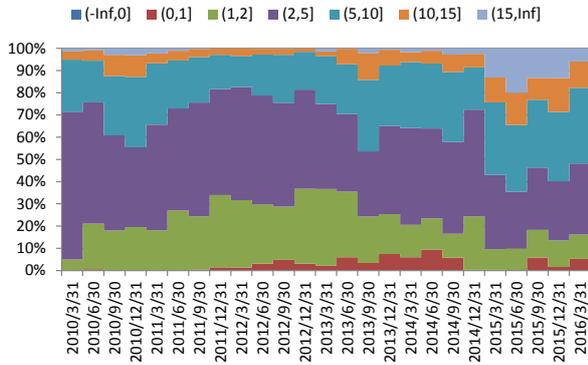
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 14: QFII 重仓股组合权重历年在各 P/B 区间的分布情况



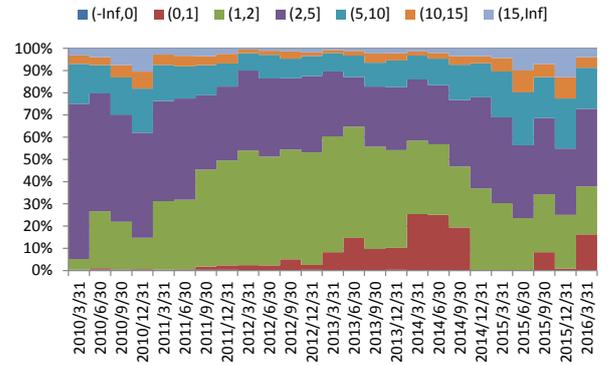
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 15: 公募基金持仓权重历年在各 P/B 区间的分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 16: 全市场市值历年在各 P/B 区间的分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

盈利能力: 偏好稳定中速净利润增长

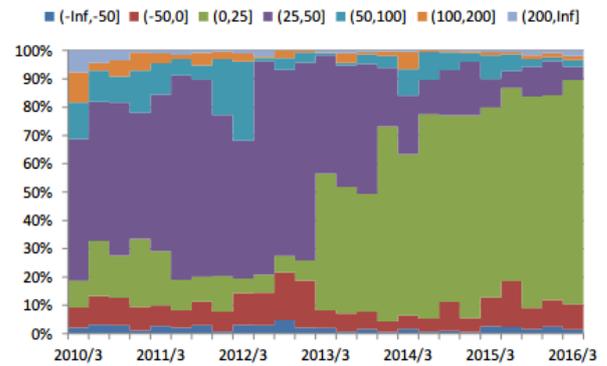
我们按照 QFII 重仓持股组合中, 每只股票持股数量对应的净利润加总, 计算了组合的同比净利润增长幅度; 并按类似方法计算了公募基金和全市场的该项指标。结果表明, QFII 基金对盈利增长的要求高于市场平均, 近 3 年来组合同比净利润增长在 10% 到 30% 之间, 且变化幅度相对较为稳定。该区间以公司而言属于中速稳定增长, 体现了 QFII 资金对可持续的盈利增长的偏好。

图 17: QFII、公募及全市场整体净利润 (TTM) 同比增长幅度



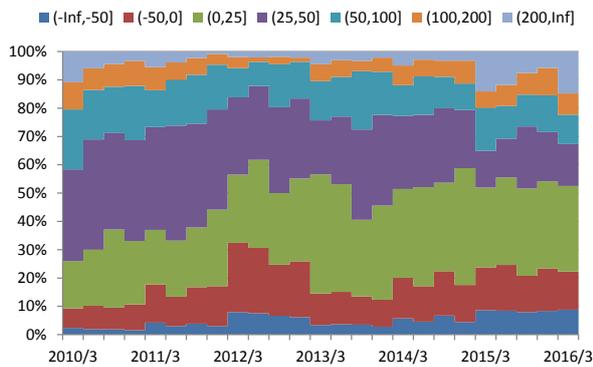
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 18: QFII 权重在各净利润同比增长幅度区间分布情况



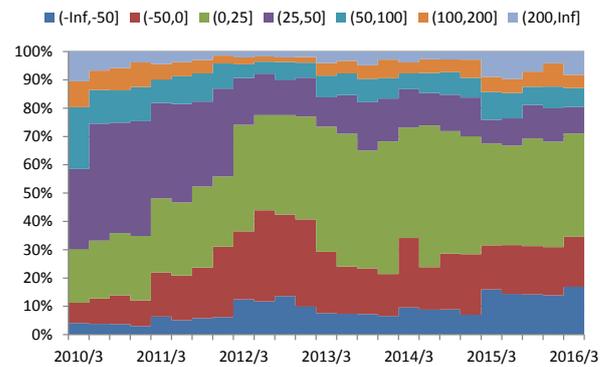
资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 19: 公募持股权重在各净利润同比增长幅度区间分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

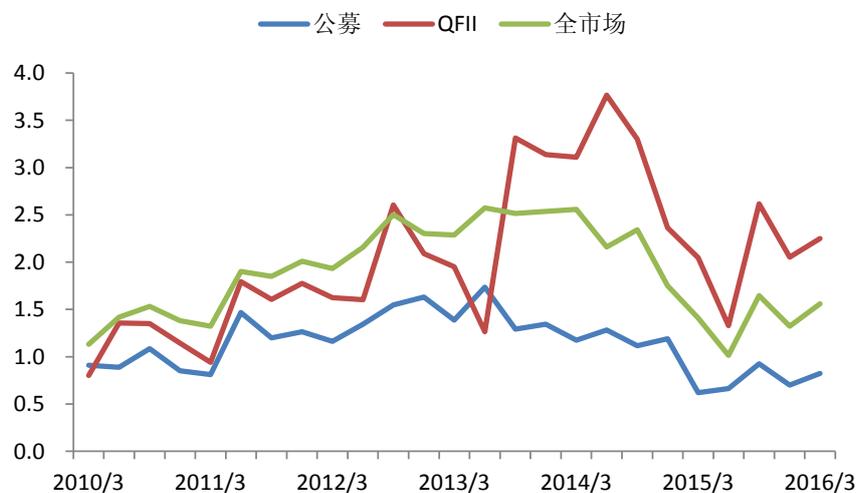
图 20: 全市场市值在各净利润同比增长幅度区间分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

分红派息: 持仓股息率波动较大, 目前高于市场平均

图 21: QFII、公募基金及全市场组合加权平均股息率 (过去 12 个月)



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

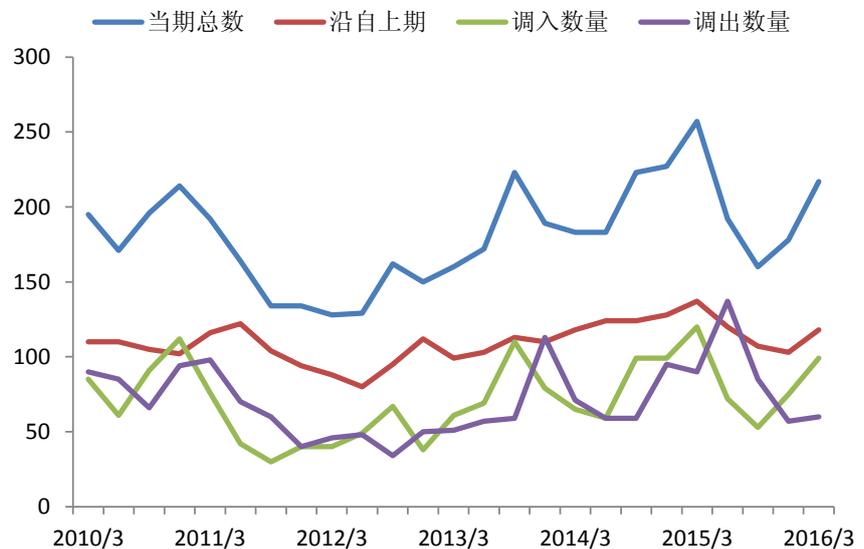
从组合加权平均过去 12 个月股息率来看，QFII 重仓股的该项指标波动较大；总体来说数值高于市场平均，10 年到 13 年上半年稍低于公募持仓水平，自 13 年以后明显高于先前水平，之后虽在 15 年有所下降，但至最新一期仍高于公募整体持仓水平，并随市场呈上升趋势。

相比之下，公募持仓的该项指标较为稳定，始终在全市场平均水平上方 0.5 到 1.0 个百分点左右。

持股品种调整：近半数股票沿自上一季度

对 QFII 持仓每期新增及移除的股票品种进行观察发现，每期持仓稳定有过半数的股票品种已经存在于上一季度末的持仓当中。

图 22: QFII 持仓股票品种调入/调出组合情况



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所分析师归纳整理

模拟持仓净值：与普通股票基金指数曲线重合

假设资金始终满仓，并在每季度末进行调仓，以 QFII 持仓各季度截面市值权重构建模拟组合，计算得出净值曲线，并与公募基金持仓按照类似方法计算所得净值曲线进行对比。

从图中可以看出，QFII 模拟持仓的净值表现优于公募基金模拟持仓，与万得普通股票型基金指数（由市场上普通股票型基金净值等权计算得出）走势一致，且两者基本重合。

由于季度频率的持仓数据较为片面，并且仓位调整、资金进出在投资决策中的重要性和对投资结果的影响均不可忽视，我们认为并不能就此对 QFII 资金的投资能力下定结论，仅作为供参考的统计结果呈现。

图 23: QFII 资金及公募基金模拟持仓净值



资料来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

QFII 产品初探

Bloomberg 数据库中有部分 QFII 产品数据的公开披露, 但其总规模远不及从股票持仓中观测到的规模, 因此并不能很好地代表 QFII 整体投资水平。我们仅从除 ETF 外各基金类型中选取规模首位, 简要介绍其产品情况及业绩表现。

表 3: 在 Bloomberg 提供公开数据的 QFII 产品列表

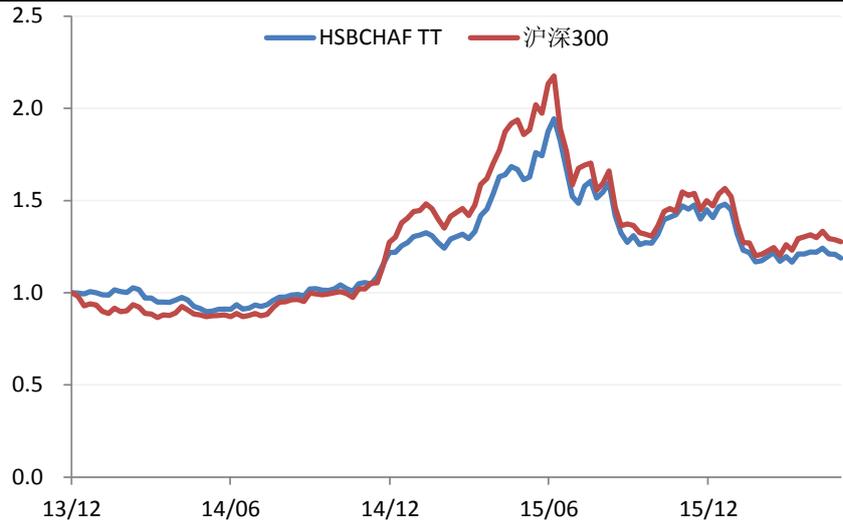
Ticker	名称	年初至今收益 (%)	过去一年收益 (%)	6 个月波动率	总资产 (百万美元)	基金类型
2823 HK Equity	iShares 安硕富时 A50 中国指数 ET	-12.107	-38.269	31.253	3912.563	ETF
006205 TT Equity	富邦上证 180 基金	-17.869	-34.602	27.782	494.511	ETF
006207 TT Equity	复华沪深 300 A 股 ETF	-18.05	-33.734	27.505	165.735	ETF
006206 TT Equity	元大上证 50 证券投资信托基金 ET	-14.213	-29.554	25.154	145.062	ETF
USSE50 SP Equity	大华上证 50 中国挂牌基金	-20.084	-38.585	32.661	21.87	ETF
HSBCHAF TT Equity	HSBC CHINAA-SHARE FOCUSED	-19.494	-31.348	26.751	190.98	单一信托
BOCCHDR HK Equity	BOCHK INVEST FUNDS-CH GD DRA	-19.578	-42.959	19.191	177.681	单一信托
VAPAICM KY Equity	VALUE PARTNERS INT-CH MAINLD	-19.216	-38.048	23.701	109.863	单一信托
BRCASA2 HK Equity	BLACKROCK CHINAA SHARES-A2	-13.85	-35.104	28.372	42.77	单一信托
1848366 KS Equity	MIRAE CHINA EQ-MAST	-16.218	-32.23	25.995	26.15	单一信托
VAPAHED KY Equity	VALUE PARTNERS HEDGE FND LTD	-2.098	-6.443	7.965	45.83	对冲基金
CSIEVHK KY Equity	CSI CHINAA-SHARE QFII FUND	-9.449	-19.096	34.878	27.608	对冲基金
CHCIMPE KY Equity	CHINA CAPITAL IMPETUS FUND-A	-3.577	-10.933	6.688	6.332	对冲基金
VAPAICB KY Equity	惠理智者之选 - 中华汇聚基金	-16.553	-38.749	22.073	400.989	共同基金
SCHRCHE HK Equity	SCHRODER CHINA EQTY-USD AAC	-23.252	-32.192	48.613	159.608	共同基金
VPNCUAA KY Equity	VALUE PARTNR NEW CH POL-AAUH	-16.978	-31.942	23.12	96.392	共同基金
RUSCHNA ID Equity	RUSSELL INV QUAL INV-CHINAA	-10.222	-23.293	33.164	88.304	共同基金
SCCHEAA HK Equity	SCHRODER CHINA EQUIT ALPHA-A	-13.904	-20.978	32.853	76.306	共同基金
IPRMB1A KY Equity	INCOME PARTNERS RENMINBI INV	1.922	-2.892	4.323	71.134	共同基金
FULCQFA KY Equity	FULLERTON CHINA QFII A SHR F	-16.821	-27.357	36.398	61.166	共同基金
VPCAOFU KY Equity	VALUE PARTNERS CN A SH OPP F	-15.084	-32.061	33.241	52.478	共同基金
MGCBFDT TT Equity	MEGA GREATER CHINA BAL F-TWD	-5.09	N.A.	N.A.	N.A.	共同基金
TCASXAU HK Equity	TEMPLETON CHINAA-XACC USD	-15.832	-38.082	29.156	N.A.	共同基金
820 HK Equity	汇丰中国翔龙基金	-27.017	-36.542	28.386	218.513	封闭式基金

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

单一信托：HSBC CHINA A-SHARE FOCUSED (汇丰中国 A股汇聚)

基金描述：汇丰中国 A 股汇聚是一只注册地在台湾的开放式基金。基金的投资目标为追求长期资产增值和稳定收入。基金主要投资于场外和场内股票，以及政府及公司债券。基金至少将投入 70% 基金资产配置在上交所及深交所上市股票中。本基金是一只 QFII 基金。

图 24: HSBC CHINA A-SHARE FOCUSED (汇丰中国 A 股汇聚) 归一净值

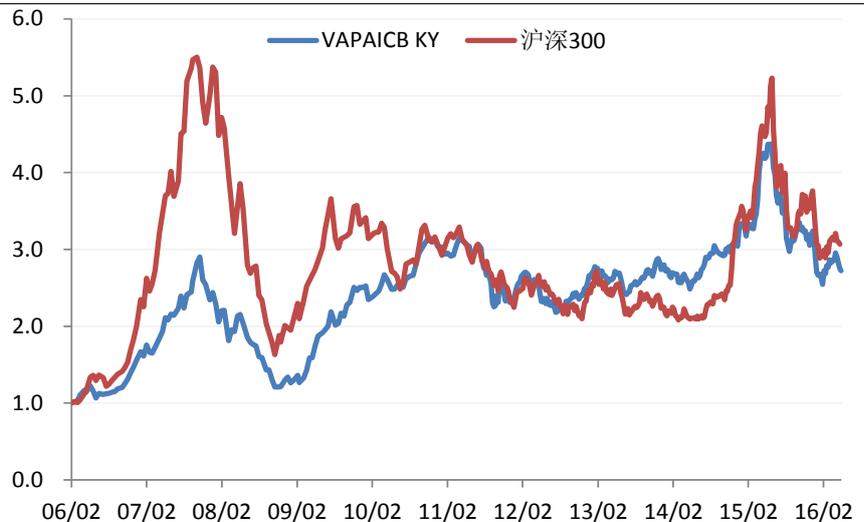


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所分析师归纳整理

共同基金：惠理智者之选-中华汇聚基金

惠理智者之选-中华汇聚基金是一只开曼群岛注册成立的开放式基金。该基金通过主要投资于在上海和深圳证交所上市的 A 股（相关基金非现金资产的最多 35%）和 B 股，以及在香港上市的 H 股，致力于面向单位信托证券持有者提供长期资本增值服务。

图 25: 惠理智者之选-中华汇聚基金归一净值曲线

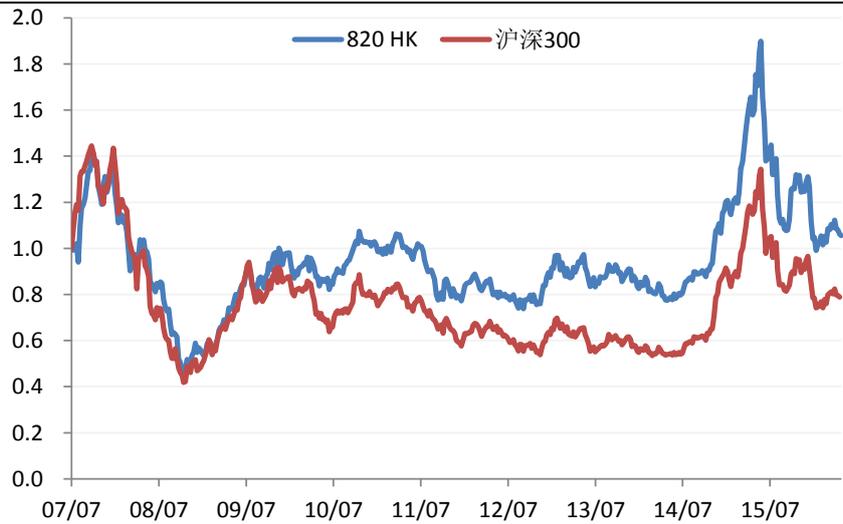


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所分析师归纳整理

封闭式基金：汇丰中国翔龙基金

汇丰中国翔龙基金是在香港注册成立的封闭式基金，在交易所进行交易。基金旨在通过投资于在中华人民共和国境内成立或运营的上市公司，或投资于定位要从中国的经济增长中获益的上市公司来实现长期的增长。该基金通过一个美国的 2 亿 QFII 配额投资 A 股（25-75%）、B 股和 H 股以及红筹股公司。

图 26: 汇丰中国翔龙基金归一净值曲线

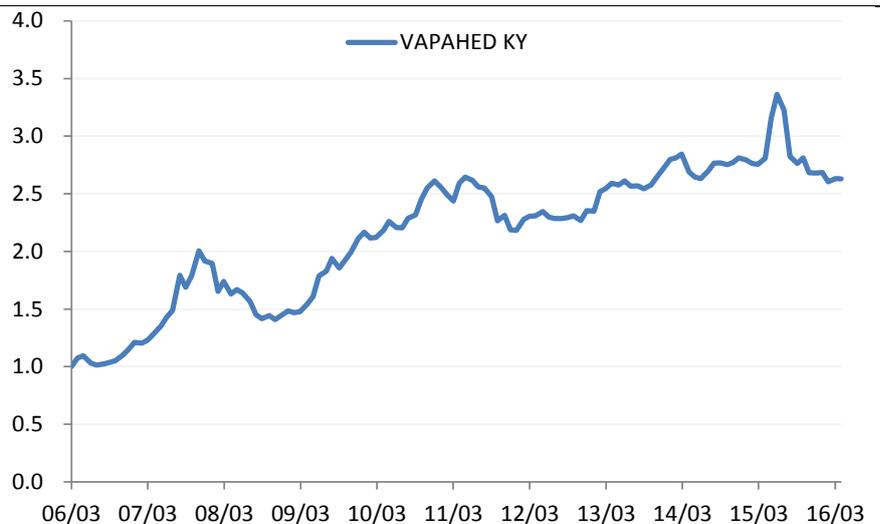


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所分析师归纳整理

对冲基金：VALUE PARTNERS HEDGE FND LTD

惠理对冲基金有限公司是注册在开曼群岛的一家免税公司。基金追求长期资本回报。基金通过其母基金，惠理对冲母基金有限公司在以大中华区为主的全球资本市场进行投资，并在投资过程中强调对基本面和价值的分析。本基金主要投资策略为股票多空策略。

图 27: VALUE PARTNERS HEDGE FND LTD 基金归一净值曲线



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所分析师归纳整理

总结

作为由封闭转向开放资本市场阶段性过渡，QFII 机制历年来有条不紊地发展，获批机构数量和总额度逐年增加，尤其在 2012 年以后增速加快，目前获批总额度在 810 亿美元。QFII 投资者对 A 股市场有较高热情，其资金的投资主要标的为股票资产，在 2014 年底的统计中约占总资产的七成。

通过寻找 QFII 机构在上市公司财报所披露的股东名单中的身影，我们得以对 QFII 资金整体持仓风格有所了解。在与公募基金持股以及全市场股票各项指标比较下，我们发现 QFII 持股具有大市值、低估值、追求可持续盈利增长、高股息率的特点。仅从季度截面数据来看，QFII 资金总体持仓季度间调整较小。

将从财报中得出的每期 QFII 持股换算为权重，计算模拟组合净值，发现该净值表现优于同方法下的公募持股净值表现，并与普通股股票型基金指数曲线走势高度一致。由于该数据较为片面，并带有较强假设，难以从中得出确定结论，仅供参考。

QFII 产品端的公开数据相对较为有限，我们对几个样本产品的描述和业绩进行了简要介绍。数据可见的 QFII 产品大多数具有收益温和、整体波动低于市场指数的特点，描述中也大多将目标设为追求长期稳定的投资收益。

总的来说，经由对数据的考察，我们认为 QFII 整体投资风格重视对股票财务数据的筛选，通过对优质上市公司股票的长期持有，追求稳定、长期的投资回报，符合我们一贯对海外成熟资本市场中机构投资风格的印象。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				