

长期投资高价龙头股可获取超额收益

——QFII在我国证券市场的实践及启示

□深圳市中证投资资讯有限公司

课题主持:孙伶 执笔:徐辉

引言

专门监管QFII投资的上交所副总经理方星海这样评价QFII:在价值投资理念的引入,以及如何在波动较大的市场上进行投资等方面,QFII的一些做法值得国内投资者研究和学习。

我们对于QFII的研究,出于以下目的:第一,如上所述,QFII的成功投资本身值得研究;第二,一些媒体对于QFII投资的报道多有误导,本文也有澄清之意。

本文所要做的,一是考察一年多来QFII在中国市场的投资状况,二是分析QFII对中国证券市场的影响,三是揭示QFII投资A股的行为带来的启示。

第一部分:QFII在中国证券市场的实践

一、QFII进入中国市场的背景

希望分享中国经济高速增长,是QFII进入中国市场的最初目的。而A股股价的结构性紊乱正好给了QFII进入市场的机会

QFII内部人士估测,QFII自进入中国以来的平均盈利超过10%,高于国内基金收益

股票是QFII最重要的投资品种,中兴通讯、上港集箱是QFII的两大重仓品种

二、QFII在中国证券市场的实践

截至到2004年年底,中国累计批准的QFII资金额度大约34.5亿美元,折合278亿元人民币。

资金规模仅相当于国内的几只大基金之和,但其影响却至为深远。

第一,投资动机:获取盈利+分享成长

QFII进入中国A股市场的动机主要是:

首先,A股尽管高估,但仍然存在显著的获利空间——股价的结构性紊乱产生机会。在2003年前,一些好股票没有好价格。比如,中兴通讯在2002年的收盘价为8.73元。这表明,当时A股市场中兴通讯的定价是不合理的,低估了一家优秀企业的价值。

其次,希望能够分享中国经济高速增长带来的高收益。应该说,香港H股市场已经为境外投资者提供了达到这一目的的投资场所,但问题是H股的面太窄。显然,A股提供了更广泛的选择,因为A股是一个全行业市场。

此外,完成全球资产配置的需要,以及完成境外中国指数产品设计的需要等,也是QFII进入A股市场的重要原因。

第二,投资现状:方法先进+表现超人

QFII进入中国证券市场,主要选择A股和可转债进行投资。中兴通讯和上港集箱是两个主要股票投资品种。从一年半来的投资状况看,其投资收益明显高于国内基金和其它机构。

其一,资产的大类分配:主要投资A股

QFII资金在大类资产的分配上并无固定模式,各家根据自己的偏好配置大类资产。根据2004年半年报数据,对应2004年9月中旬的股价统计,QFII投资大类中,A股市场市值为21.45亿元,B股市场市值为2.64亿元(折合为人民币),可转换债券为1338.89万张,面值13.39亿元。值得指出的是这是一个近似的统计,而非QFII投资的全部,因为部分投资存在上市公司10大股东之外,这部分难以统计。仅从这一数据来看,QFII投资A股、可转债和B股的比例约为8:5:1。

我们还注意到,各家QFII的做法并不相同。比如,根据瑞银袁淑琴介绍,瑞银方面将主要资产配置在A股市场,基本上占到60%到70%的份额。另有10%到20%的可转债,10%多的封闭式和开放式基金,5%左右的国债。而且,瑞银方面的资产大类分配一直比较稳定,并没有大起大落。而花旗环球方面,则对可转债特别感兴趣。目前花旗环球是所有QFII中投资可转债最大的。2004年上半年,其持有的可转债面额为8.31亿元,几乎较上年增加了1倍。按照追加后的2亿美元投资额度计,其在可转债市场上的投资大约占去了50%左右,为桂冠转债、华电转债等6只转债的第一大持有人。

其二,股票投资状况及评价

在投资收益上,QFII比国内基金要高出很多。同时,业内估计QFII中做得最好的是瑞银,其不仅运作份额最高,而且收益率也处在前列。

诚然,QFII投资收益的准确数据我们无法得到——这也是部分机构放弃研究QFII的主要原因之一——但这并不说明QFII的投资情况我们就无从把握。

QFII最值得自豪的是长期收益。公开信息显示,进入中国一年来,QFII在A股上通过对中兴通讯、上港集箱等极少数重点股票的投资,保证了其长期收益的稳定。

中兴通讯几乎成了QFII投资A股市场的一面旗帜。QFII对中兴通讯最初的投资部分收益至少高达70%以上。此外,德意志、摩根对上港集箱,瑞银对盐田港的长线投资也较为成功,这两只股票均在2004年创出历史新高。

QFII重仓股指数的走势也明显强于大盘走势,表明QFII择股能力较强。我们选取2004年QFII十大重仓股根据其权重制作成QFII重仓股

表1:2003年年报显示的QFII十大重仓股

股票名称	所属行业	持股数量(万股)	占流通股比例
宝钢股份	钢铁	8751.45	4.66%
长江电力	电力	1300.37	0.67%
中兴通讯	通信	1028.6	2.83%
浦发银行	金融	761.62	0.85%
盐田港	港口	605.28	1.86%
中金黄金	有色金属	538.85	5.39%
山东黄金	有色金属	503.21	8.39%
福耀玻璃	汽车配件	424.75	2.20%
伊利股份	乳制品	366.44	1.42%
外运发展	交通运输	357.71	2.58%

图一:2004年QFII重仓股指数与大盘走势对比图



指数。如图所示,QFII重仓股指数(连线图)高出沪综指(K线图)约15个百分点。进一步观察显示,两个指数在上半年契合比较一致,到6月中旬,二者显著分离,年底二者的差距进一步加大。

其三,可转债投资

目前市场上可转债的大头是国内基金,其次就是QFII。QFII中投资可转债最大的三家又分别为:花旗环球、瑞士银行、摩根士丹利。2004年中报显示,QFII在沪深市场合计持有的可转债由2003年年底的人民币4.11亿元升至13.39亿元。其中,花旗环球对可转债增持速度最快,其持有的可转债面额达到8.31亿元,同比增加一倍。而瑞士银行和摩根士丹利对可转债的增持也非常积极。

相对于境内基金而言,QFII更大比例投资可转债是其投资亮点之一。一方面,QFII高度重视中国可转债市场。以2004年8月底的数据计算,QFII进入中国市场148亿元,其投资A股股票与投资可转债的比例为1.6:1。同期基金的相关比例为100:1.3。QFII比国内基金更加重视中国可转债市场。另一方面,可转债投资收益明显高于市场平均。2004年沪综指下跌约15%,而转债指数却上涨1%左右。

从整体来看,一年半以来,QFII在A股的投资方法先进,表现超人。一方面,其对部分重点股票,如中兴通讯、上港集箱、盐田港和燕京啤酒等进行了重点投资。这些股票的获利奠定了QFII初期投资中国A股的盈利基础。另一方面,QFII也可转债等稳健类品种进行了较大幅度的投资,QFII目前已经是可转债市场最主要的投资者之一。当然,QFII部分的投资也出现了亏损,但其投入金额均不大。

一位在国内享有较高知名度的QFII内部人士估测,QFII自进入中国以来的平均盈利超过10%。从以上的分析来看,这一收益率是可信的。此外,与国内投资机构主要是基金的对比来看,QFII的投资要强出很多。2004年基金整体表现为亏损,截至到2004年年底,运作满一年以上的109只基金2004年加权净值回报率为-2.29%,其中三季度基金的亏损达到26.59亿元。

第二部分:QFII介入改变市场格局

一、QFII进入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入

QFII进入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

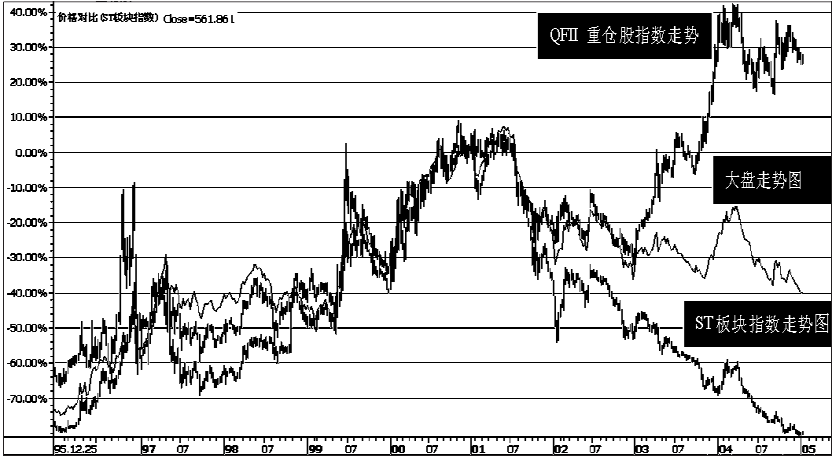
QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。QFII介入后A股市场结构调整已经开始,并将继续深入。

表2:2004年3季报显示的QFII十大重仓股

所持股票	所属行业	持股数量(万股)	占流通股比例(%)
中兴通讯	通讯	3840.2	12.72
长江电力	电力	2446.6	1.05
宝钢股份	钢铁	2391.18	1.27
燕京啤酒	食品饮料	2178.39	11.4
上港集箱	港口	2147.41	5.12
福耀玻璃	汽车配件	1402.71	3.64
盐田港A	港口	1139.61	3.51
新钢钒	钢铁	651.94	1.12
外运发展	交通运输	530.48	2.55
中金黄金	有色金属	457.21	4.57

图二:三大指数在2003年分道扬镳,表明A股股价结构调整正式展开



的惩罚。

影响之三:QFII重点持股的上市公司治理水平明显提高

我们目前还无法确凿地评估QFII给中国上市公司治理带来了怎样的变化,进而使得中国上市公司的价值增长多少。但我们可以明显地感觉到,部分被QFII重仓持有的上市公司,其公司治理有了显著的改善,相关上市公司也因为被国际投资者认可而身价提升。

以中兴通讯为例,2002年,中兴通讯尝试发行H股,但是售价只能在10元附近,较A股产生巨大折价。2003年后,中兴通讯与QFII和境外投资者频繁接触,使机构投资者充分了解公司,同时QFII也为公司的国际化献计献策。在2004年年底,公司成功进行了H股的发行,发行价与A股基本匹配,H股股价还经常超越A股股价。

这样的事情同样发生在宝钢股份等其它QFII重仓股上市公司上。QFII的介入使得上市公司透明度增加,公司经营团队的素质也得到明显提升,公司的国际化视野也得以拓宽。同时,QFII也因此进一步了解了公司运营状况,这又为其及时调整持仓结构提供了第一手的资料。总之,QFII对上市公司的“介入效应”引发了上市公司的制度变迁,同时也使得QFII自身的投资具有更加坚实的基础本基础。

从成熟市场的情况来看,关注和介入是能够提升价值的。有股神之称的沃伦·巴菲特就表示,“卡内基曾说最好的投资策略是把所有的鸡蛋都放在一个篮子里,然后紧紧的盯住这个篮子。而我们的策略是不仅盯住篮子,还要盯住鸡蛋,并且我们要确信让那些鸡蛋知道有人在盯着他们。我们发现,董事会知道他们受到关注时会有不同的行为。我们的初衷就是制造这种不同。我们的经验表明股东的积极参与能够增加价值。”

事实上,QFII的介入对上市公司产业升级会产生加速效应——只要这个公司的经营团队是能够接受先进理念进行改革的,更为具体的,QFII介入后,甚至可能为上市公司在原材料、市场和新技术方面带来积极影响。

对于国内机构投资者抑或中小散户而言,告诉“鸡蛋”你在盯着它,是具有非常深刻的启示意义的。以前,国内投资者大多只盯着电脑股股票。跑到上市公司去的人,要么是去做庄或去勾结的大户,要么是去问业绩的券商研究员。实实在在的从公司的角度考虑问题,为公司产品、市场着想,为公司技术更新着想,为公司长远未来着想的流通股投资者实在太少。但事实上,只有从这些角度出发来投资领先的优势企业,才能够使得公司与投资者双方相互理解,目标统一。投资者更加清楚地了解了公司,甚至在允许的范围内帮助了公司;而公司也知道有股东一直盯着自己,无形的监督机制由此建立起来了。这样,公司的价值会得到提升,而长期股东将从中获取超额收益。

第三部分:QFII投资给我们的启示

- 研究能够创造价值
- 投资主导产业可获取超额收益
- 长期投资高价龙头股可获取超额收益

一年半以来QFII在中国的投資经历,给予我们的启示是十分重要的。

启示之一:只有高水平的研究才能获得高收益

境外券商对于研究的投入相当大。境外投行尤其是顶级投行的分析员数量庞大,每年研究上的投入巨大,分析员的薪水也很高。在研究方面,则分得很细,很专业。几个分析师看一

个行业,每个锁定几个上市公司,甚至只有3-5家公司。其对目标公司的了解甚至比该公司一般的管理层更加细致。此外,分析师研究的年限非常长,国内三五年已经是资深的研究员了,而在国外,一般10年以上才能称得上资深分析师,所以研究成果更加精准。

QFII进入A股市场之前,国内券商的研究水平处于一个较低的水平上。一方面,券商投入小,多数券商将研究部作为摆设;另一方面,研究方法落后。对公司的研究仅停留在上市公司每股收益、分红状况等基本信息收集上。做出的研究报告层次也很低。此外,国内券商研究人员很少以国际的眼光来评判上市公司的价值。

正是这些研究上的落差,导致了QFII与国内研究人员看问题时角度不同,深度不同,范围也不同,进而使得投资效果也显著不同。

要提高国内机构投资者的认识,首先要做的就是提升研究水准。从一年半的情况看,国内部分券商了解到差距之后,正在尽量缩小与QFII的差距。部分券商在研究方面开始下大力气投入,比如国信证券公开以30万到50万的年薪聘请行业研究员,这在以前是不可想象的。

除此之外,研究模式上也正向国际化靠拢。据悉,申万研究所在2003年初的时候,把所有的研究报告的排版方式都做了改变,采用了国际通行的分栏方式。目前来看,多家大券商的研究报告,已经在行文上全部配有英文的概要。

启示之二:投资主导产业可获取超额收益

从QFII在中国台湾、印度和韩国的经验看,投资主导产业是QFII投资成功的关键。比如,QFII在台湾选择的是以台积电为代表的电子类股票,这正好是当年台湾成长最快的行业。根据2002年年底的数据,电子类股票占据QFII总持仓60%以上,其中台积电、联电、鸿海和华硕四只股票占了QFII总持仓市值的50%以上。在印度,QFII选择的是软件类龙头股,在韩国选择的是汽车类龙头股,这些都是当时所在国家的主导产业。那么,目前的A股市场,QFII怎样开展主导产业的投资呢?

我们就这一问题与QFII方面人士进行了沟通。一部分QFII认为,目前中国还没有形成类似的主导产业。比如,瑞银张化桥就持这一观点,所以无奈只能选择原材料和基础设施,以后将继续关注自然资源(金、银、铜、铁矿石、煤、油等)和自然垄断(公路、机场、港口、电厂、电信、广电等)类股票。但也有部分QFII人士认为,有海外市场的通信企业有望成为类似的公司。摩根大通的龚方雄认为,内地最优势的应是技术含量高的、占有相当海外市场规模的品牌制造业,比如说通讯产品,比如说走联想这条路的。当然,现在内地企业做的还不够,但方向已有了。

从QFII现有的投资路径看,QFII较为认同通信业和港口业。中国目前通信设备制造业的龙头企业——中兴通讯已经被QFII长期重仓。以上港集箱为代表的自然垄断性企业,也被QFII重点持有。

启示之三:长期投资高价龙头股可获取超额收益

一般的看法是,低价股更安全,但A股剧烈的结构调整已经表明,低价股反而是结构调整时期市场主要的风险源。相反,高价龙头股却显示了良好的投资价值。

从重仓股情况来看,QFII在A股市场选股呈现四大特点:第一,高价。2004年3季度末的QFII持股状况显示,其10大重仓股在2004年年底平均股价高达10.74元,而同期上海市场A股平均股价为5.53元。QFII重仓股股价高于市场平均水平94.21%。第二,低市盈率。QFII持股的平均市盈率仅为23.16倍,低于市场25倍的平均

水平。如果扣除中金黄金的高市盈率的影响,其平均市盈率更是低至18.23倍。第三,行业龙头。这些股票多数是行业龙头企业发行的股票。比如,中兴通讯是通信设备业龙头企业,长江电力是最大的水电上市公司,上港集箱是最大的港口企业,宝钢股份是最大的钢铁上市公司,等等。第四,长期持有。QFII至今为止的投资行为具有一定的长期性,其10大重仓股变化并不大。2003年年底的10大重仓股,到2004年3季度,只有3只股票出现变化。伊利股份、浦发银行和山东黄金被挤出10大重仓股行列,同时,上港集箱、燕京啤酒和新钢钒成为2004年3季度的10大重仓股新成员。

从台湾市场的经验来看,QFII同样是对高价龙头股情有独钟。一方面,在股价方面,QFII持有的重仓股票的平均价格是台湾股市平均股价的两倍,而市盈率为平均市盈率的60%。另一方面,QFII持股以龙头类为核心。QFII重仓的股票一般都是所在行业的龙头公司,这些公司在区内甚至在世界范围内都有很强的影响力。同时,QFII持有该类股票还具有长期、稳定、集中的特征。据有关统计表明,台湾市场上外资对股票的平均持有期限为174个交易日,最高持股期限甚至超过1600个交易日。德意志银行的一位台湾QFII项目经理认为:一旦选中了目标,就该长期持有,至少10~15年。

后记

QFII制度推行已经两年多了,QFII进入中国证券市场已经一年半了,其所带来的影响和启示远远超过了其所带来的资金。

事实上,境外的经验已经显示,QFII进入一国或地区证券市场,其盈利的几率相当大——毕竟,人家搞这个都上百年了,而我们还是小学生,如同NBA与CBA之间的比赛。

推出QFII制度,打开证券市场国门,就QFII而言是给了他们一个盈利的机会;对我们而言,是希望逐步了解资本市场的国际游戏规则。说得简单一点,我们就是花钱买经验——你QFII可以盈利,但你盈利的过程中,我们的市场,我们的投资者也在逐步走向成熟,这正是推行QFII制度的政策初衷所在。

附录:QFII大事回放

2002年11月7日,证监会、央行联合颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》。

2002年12月1日,中国证监会公布QFII申请表,同一天,沪深证交所公布《合格境外机构投资者证券交易实施细则》。

2003年5月27日,瑞士银行、野村证券获中国证监会批准,成为首批取得证券投资业务许可证的合格境外机构投资者。

2003年6月8日,摩根士丹利公司与花旗环球公司QFII资格获批。

2003年7月7日,美国高盛公司QFII资格获批。

2003年7月9日,QFII第一单,瑞银早上10时15分发出指令,购入4只A股。

2003年8月3日,德意志银行QFII资格获批。

2003年8月6日,香港(上海)汇丰银行有限公司QFII资格获批。

2003年9月17日,荷兰ING银行QFII资格获批。

2003年10月8日,摩根大通银行QFII资格获批。

2003年11月19日,瑞士信贷第一波士顿QFII资格获批。

2003年12月15日,渣打银行香港分行,日兴资产QFII资格获批。

2004年2月13日,国家外汇管理局决定,荷兰商业银行实际获批QFII投资额度被削减为5000万美元。

2004年5月10日,美林国际的QFII资格获证监会批准。

2004年5月12日,恒生银行、大和证券SMBC株式会社QFII资格获批。

2004年5月28日,国家外汇管理局警告QFII不要赌汇率。

2004年7月9日,雷曼兄弟国际QFII资格获批。

2004年7月12日,大和证券SMBC株式会社获批准额度5000万美元。

2004-7-27,美林国际获批额度7500万美元。

2004-9-30,德累斯登银行QFII资格获批。

2004-10-27,巴克莱银行获批投资额度7500万美元。

2004-11-21,富通银行获批额度1亿美元。