

# 復旦大學



## QFII 的投资组合和仓位变化分析：价值投资还是趋势投资

院系： 经 济 学 院

学生： 吴可凡 17210680153

指导老师： 张宗新

时间： 2018 年 01 月 01 日

## 摘要

QFII 制度于 2002 年 12 月正式实施，15 年来政策面对于 QFII 限制逐步放宽，QFII 总规模不断扩张，截至目前已超过 950 亿美元。本文以 QFII 基金为研究主体，通过分析 2010 年至 2016 年 28 个季度的重仓股数据，讨论 QFII 的投资组合和仓位变化。本文从持股偏好和持股期限结构两个角度进行研究，发现 QFII 基金选股依然遵循价值投资原则，但是在仓位配置以及持仓风格方面体现趋势投资风格特点。

**关键字：**QFII；价值投资；趋势投资

## Abstract

The QFII scheme was formally implemented in December 2002. The policy has been gradually relaxed in the past 15 years. The total size of QFII has exceeded 95 billion us dollars so far. This paper takes QFII fund as the research subject, and discusses the portfolio and position change of QFII by analyzing the data of overweight stocks in the 28 quarters from 2010 to 2016. In this paper, from two angles of equity preferences and term structure, found that QFII funds to pick stocks still follow the principle of value investment, but in the position allocation aspect reflects the trend investment style characteristic.

**Keywords:** QFII; Value Investment; Trend Investment

**JEL:** G02 G11 G14

# 目录

摘要.....	I
Abstract.....	I
一、引言.....	1
二、文献综述和研究假设.....	2
三、样本描述与模型构建.....	4
(一) 样本描述.....	4
(二) 模型构建.....	5
1. 统计分析研究——验证假设 1.....	5
2. 回归分析研究——验证假设 1 和假设 2.....	5
3. 统计分析研究——验证假设 3.....	7
四、实证分析.....	7
(一) QFII 持股偏好分析.....	7
1. 统计分析.....	7
2. 回归分析.....	11
(二) QFII 持股期限分析.....	13
五、结论.....	16
参考文献.....	17

## 图表目录

图 1: 我国 QFII 制度获批投资额度 (单位: 亿元) .....	2
图 2: PE 指标对比 (QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平) .....	8
图 3: PB 指标对比 (QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平) .....	8
图 4: ROA 指标对比 (QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平) .....	9
图 5: ROE 指标对比 (QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平) .....	9
图 6: PEG 指标对比 (QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平) .....	10
图 7: QFII 持仓超过 1 年的样本的细分持股时长情况.....	16
表 1: 变量定义表.....	6
表 2: 回归分析变量描述性统计表.....	11
表 3: QFII 持股比例回归分析结果.....	13
表 4: 不同 QFII 的持股期限统计表.....	14

# 一、引言

合格境外机构投资者(QFII)制度是一个国家推进资本市场开放的重要制度。2002年11月5日,经国务院批准,中国证监会和中国人民银行发布了《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,并于当年12月1日正式实施。这标志着QFII制度在我国正式进入操作阶段。2003年5月23日,瑞士银行拔得头筹,与日本野村证券株式会社获得中国证监会批准,成为首批QFII投资者,并于同年6月6日及7月3日正式汇入资金进行投资运作。随后,摩根士丹利国际有限公司、花旗环球金融有限公司、高盛公司、德意志银行、香港上海汇丰银行、荷兰商业银行、摩根大通银行、瑞士信贷第一波士顿(香港)有限公司、渣打银行香港分行与日兴资产管理有限公司共12家外资机构陆续在2003年获得QFII资格。

QFII制度成立之初,审批非常严格,限申请门槛、限投资额度、限投资比例、限投资品种。鉴于当初中国采取的是固定汇率制度,基于对人民币币值稳定的担心,期间甚至几度暂停审批。但自2005年下半年起情况发生了转变,政策面有了松动的迹象。2005年8月,中国监管部门首次将QFII额度从40亿美元提升至100亿美元。2006年8月,中国证监会、央行和国家外汇管理局在对2002年颁布实施的《暂行办法》进行补充和完善,出台《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,降低了保险公司、基金管理机构的资格门槛,养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司等也获得了QFII申请资格。2012年5月,监管部门继续放宽QFII申请限制:允许同一集团多家机构申请QFII资格;允许已发行结构性产品的QFII增加投资额度;放宽对QFII投资比例的限制;不再要求QFII的股票投资比例不低于50%;QFII可根据自身投资计划,灵活对股票债券等资产进行配置,但现金比例仍不能高于20%。2015年3月,外管局取消所有QFII10亿美元额度上限,富达基金(香港)有限公司于3月26日获得12亿美元的QFII投资额度,成为除主权基金、央行及货币当局等三类机构之外,首家突破10亿美元额度限制的市场化机构。

根据国家外管局最新数据显示,截至目前共有近300家境外机构获得QFII

资格，累计获批投资额度 967.94 亿美元。QFII 已经成为中国市场非常重要的投资主体之一。图 1 展示了我国 QFII 制度成立以来获批投资额度的变化情况。

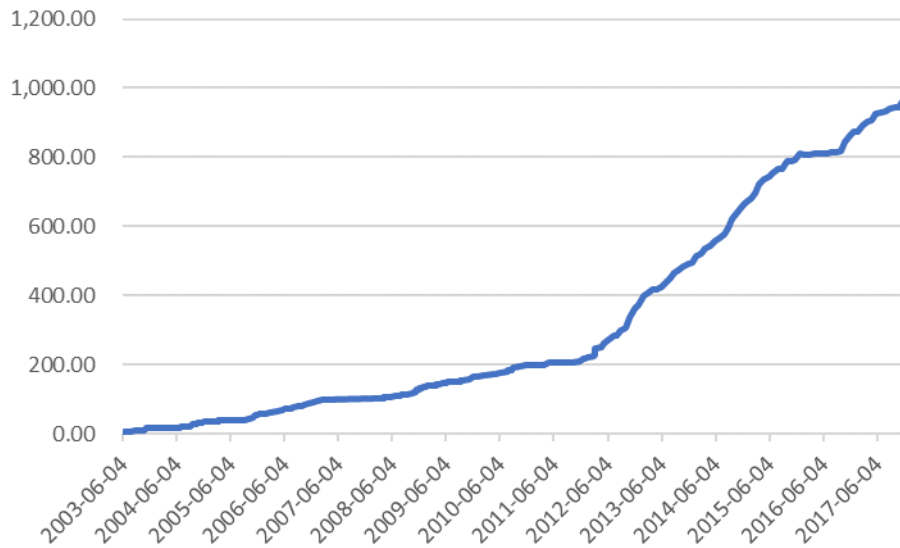


图 1：我国 QFII 制度获批投资额度（单位：亿元）

数据来源： Wind

本文以 QFII 为研究主体，根据季度披露的重仓股持仓数据，分析 QFII 的投资组合以及仓位变化，分析 QFII 的持股偏好和期限偏好。研究发现，QFII 持仓仍基于价值投资准则，且业绩越好的公司持股比例越高，但同时 QFII 投资风格也存在机构投资散户化的倾向，趋势性投资明显，持股期限偏向短期持仓。本文安排如下，第二部分为文献综述和研究假设，第三部分为样本描述和模型构建，第四部分为实证分析，第五部分为总结。

## 二、文献综述和研究假设

一般而言，机构投资者是金融市场上最为专业的群体。相比于散户追涨杀跌、追求短期盈利，机构投资者的持仓风格相对更注重价值投资，追求稳定持续的盈利能力。对于这一点，鉴于国外的市场环境和市场结构更加成熟，因此国外的机

构投资者会比国内的机构投资者更注重价值投资理念。

S. G. Badrinath et al. (1989) 认为，美国的证券投资基金偏好市值大、业绩好以及波动性较低的股票。而国内对于 QFII 研究方面，周泽将和王清（2013）通过实证研究发现，公司经营业绩越好，则公司股票被 QFII 持有的可能性则会越高。李蕾和韩立岩（2013）实证研究发现 QFII 投资遵循价值投资理念，在我国的确扮演了“价值投资者”角色。

因此，基于上述逻辑，本文提出如下假设：

**假设 1:** QFII 基金遵循价值投资理念，公司业绩越好，公司估值越低，则 QFII 基金持仓比例则会越高。

然而，学术界对于机构投资者是否完全遵循价值投资者理念依然存有分歧。事实上，迫于业绩压力，如果单纯遵循价值投资理念，市场未能及时反应公司应有价值，则该机构则会因为较差业绩倒在黎明之前。

James et al. (2003) 认为，虽然机构投资者总体偏好持有大公司股票，但他们的选股偏好已经发生了变化，越来越倾向于持有小公司、风险更高的股票。国外内关于 QFII 研究方面，刘成彦等人（2007）通过实证研究发现 QFII 基金具有非常明显的羊群效应，特别是在股权分置改革之后，QFII 的羊群行为更加显著。滕莉莉和黄春龙（2012）研究发现 QFII 在我国 A 股市场上进行投资时并没有完全遵循价值投资的基本准则，其持股比例高低与上市公司股票的价格、上市时间和上季度股票收益率呈显著的正相关性；与股票换手率、市盈率、市场规模和流通 A 股比例呈显著的负相关性。

因此，基于上述逻辑，本文提出如下假设：

**假设 2:** QFII 基金并未完全遵循价值投资理念，迫于业绩需求，QFII 基金也会遵循趋势投资的相关准则。

一般而言，价值投资的投资风格以长期持有，寻求稳定持续的回报为主；趋势投资的风格则以快进快出，寻求波段操作获利为主。为了进一步研究 QFII 基金的持仓风格为价值投资还是趋势投资，本文对 QFII 投资组合的期限结构展开研究。

学术界关于基金持仓期限问题早就有了深入的研究。Edwin et al. (1996) 分析认为, 美国共同基金在美国证券市场上一般以中长期持有为主, 平均连续持有期限为 2-3 年。Atkins and Dyl (1997) 实证研究发现美国证券投资基金在纽约和纳斯达克两个证券市场上的平均持股期限分别为年 3.4 和 2.4 年。国内关于基金持仓期限问题方面, 林华显 (2011) 以 2004 至 2010 年成立超过半年的 316 只股票型和偏股型证券投资基金为样本研究高换手率问题, 发现 2009 年之后, 基金换手率日益走高, 展现了机构行为散户化的倾向。滕莉莉和黄春龙 (2012) 实证研究发现 QFII 在 A 股市场以短期投资为主, 其平均最长连续持有期限为 2.23 个季度; 从不同行情上看, QFII 无论在上涨、下跌或是盘整行情中均主要奉行短期投资理念, 其平均最长连续持有期限分别为 2.1 个季度、1.87 个季度和 1.91 个季度, 短期投资行为较为明显。

因此, 基于上述逻辑, 本文提出如下假设:

**假设 3:** QFII 基金并未完全遵循价值投资理念, 持仓期限结构以短期持仓为主。

### 三、样本描述与模型构建

#### (一) 样本描述

QFII 重仓股数据来自于 Wind 数据库, 本文选取 2010 年至 2016 年共 7 年共 28 个季度的数据。参照国内其他文献的数据处理方法, 为使 QFII 基金样本更具有代表性, 对研究期间各季度持有我国上市公司数目小于 5 家的 QFII 进行剔除, 此外对上市不到 1 年就被 QFII 持有的样本也进行剔除, 共得到 4192 个有效样本。

此外, 研究还用到了个股交易数据和上市公司财务数据, 数据均来自于 Wind 数据库。其中, 对上市公司财务数据做了如下处理: 对每一个股, 按照各季度财务报表的发布时间, 获得每日最新财务数据的数据库。



## （二）模型构建

本文旨在通过分析 QFII 投资组合和仓位情况，判断 QFII 投资风格是价值投资还是趋势投资。根据上一部分的假设，本文的研究主要分为两部分，第一部分对 QFII 基金持股偏好展开研究，采用统计分析方法 OLS 回归方法和，验证假设 1 和假设 2；第二部分对 QFII 基金持仓期限结构展开研究，采用统计分析的方法，验证假设 3。

### 1. 统计分析研究——验证假设 1

研究 QFII 选股准则是否基于价值投资。针对假设 1，统计分析样本期内各季度 QFII 持仓样本和全市场所有上市公司的估值类指标、盈利类指标以及估值与盈利混合型指标的均值差值及其变化趋势。

### 2. 回归分析研究——验证假设 1 和假设 2

在被 QFII 选中前提下，分析持股比例的影响因素问题。构建如下回归模型：

$$\text{Log\_per\_shares}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Variable}_i + \beta \text{CONTROL} \quad \text{模型 (1)}$$

首先，关于因变量。从国内外相关研究可知，大部分学者在研究证券投资基金选股偏好时通常采用持股比例作为因变量。所谓持股比例，即证券投资基金持有的股票数目与该上市公司股票总数的比例。因此，首先计算出每个 QFII 基金每个股票持股数占流通股数的比例，再对同一时期同一个股的流通股占比数进行加总，计算得到 QFII 基金在每个季度对每个股票所持总股数占流通股数的总占比（单位为%）。最后借鉴肖欣荣等(2007)对中国证券投资基金投资行为研究中的模型形式，采用对数形式进行研究。

其次，关于自变量。为了更加全面地研究 QFII 基金持仓风格属于价值投资还是趋势投资，本文共设置了五类变量进行研究。

其中，代表价值投资风格的指标共有三类：第一类为估值类指标，选取了 PE 指标和 PB 指标；第二类指标为盈利类指标，选取了 ROA 指标和 ROE 指标；第

三类指标为估值盈利相结合的指标，选取了 PEG 指标。样本描述中以及提及在进行数据处理的过程中，对财务数据库进行重新处理，获取了一个每股每日最新财务数据的数据库，然后选取第一季度的第一个交易日的指标值的对数值作为回归自变量。

**表 1：变量定义表**

变量	变量符号	定义
<b>A：被解释变量</b>		
个股持股比例	Log_per_shares	每一季度 QFII 对每一个股总持股比例的对数值
<b>B：解释变量</b>		
PE 指标	Log_PE	估值类指标：每一季度第一个交易日每一个股的 PE 值对数值，剔除 PE 为负的样本，对 PE 极端值做处理
PB 指标	Log_PB	估值类指标：每一季度第一个交易日每一个股的 PB 值对数值
ROA 指标	Log_ROA	盈利类指标：每一季度第一个交易日每一个股的 ROA 值对数值
ROE 指标	Log_ROE	盈利类指标：每一季度第一个交易日每一个股的 ROE 值对数值
PEG 指标	Log_PEG	估值盈利混合指标：每一季度第一个交易日每一个股的 PEG 值对数值
前一季度收益率	Last_return	动量类指标：哑变量，上一季度收益率的正负情况，正值为 1，负值为 0
短期技术指标	5MA_10MA_sign	技术类指标：哑变量，根据个股月度数据构建 MA5 和 MA10，若 MA5 高于 MA10 则为 1，否则为 0
<b>C：控制变量</b>		
市值指标	Log_MKT_Value	每一季度第一个交易日每一个股的市值对数值
流通股占比	Proportion_liquidity	每一季度第一个交易日每一个股的流通股占比
时间变量	Time	一组时间哑变量，所选取样本共有 28 个时期，对应有 27 个哑变量

其中，代表趋势投资风格的指标共有两类：第一类为动量类指标，选取前一季度的收益率，判断前一季度的收益率的正负，构建虚拟变量，如果前一季度收益率为正，则意味着股票上一季度的趋势整体向上，则变量值为 1，反之为 0；第二类为技术类指标，根据个股日交易数据计算月度交易数据，并依据月交易数

据计算 MA5 线和 MA10 线，依据上一季度末 MA5 和 MA10 的相对位置构建虚拟变量，如果 MA5 线在 MA10 线之上，则代表该个股短期处于强势地位，短期趋势向上，则变量值为 1，反之为 0。

最后，关于控制变量。本文选取了三类控制变量：其一为市值变量，根据国内外之前的研究可知，QFII 基金的选股会明显受到市值因素的影响；其二是流通 A 股占总股数比重，先前国内有研究表明该指标会影响 QFII 基金的持股比例，如果流通 A 股占总股数的比重较低，出于未来解禁对于股价抛压的考虑，QFII 基金会减少对应的持股比例；其三是一组时间哑变量，鉴于不同时期由于整体市场行情景气度不同，QFII 基金对个股的持股比例会有一个整体性的偏移，为此加入一组时间哑变量去掉基于时期变动的整体性变动影响。表 1 给出变量的定义。

### 3. 统计分析研究——验证假设 3

研究 QFII 持仓风格是否具有趋势投资特点。针对假设 3，对整个样本期内的 QFII 的所有持股期限进行描述性统计分析，观察不同 QFII 基金持股期限的分布情况。

## 四、实证分析

### （一）QFII 持股偏好分析

#### 1. 统计分析

首先，采用统计分析的方法比对了在 2010 年至 2016 年期间，各季度 QFII 持仓样本的平均指标值和同时期市场的平均指标值。分析的指标包括估值类指标——PE 指标和 PB 指标、盈利类指标——ROA 指标和 ROE 指标、估值与盈利混合类指标——PEG 指标。图 2 至图 6 展示了这五个指标的比对情况。

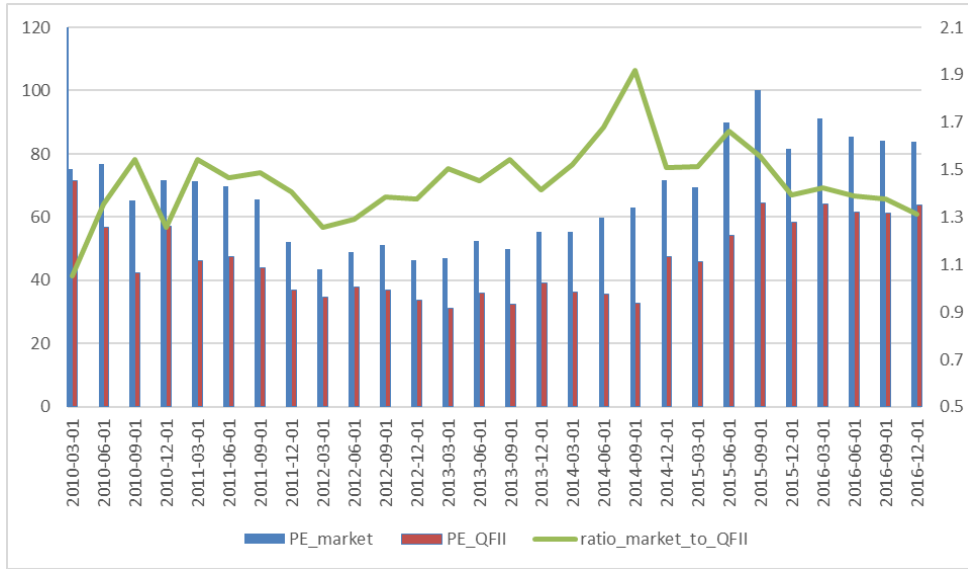


图 2：PE 指标对比（QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平）

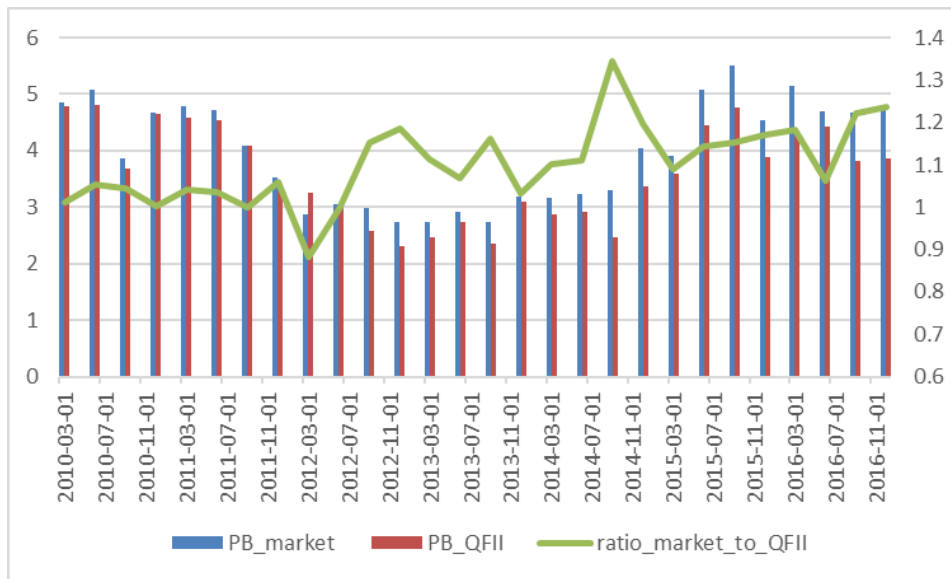


图 3：PB 指标对比（QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平）

观察图 2 和图 3。图 2 显示在样本期内的 28 个季度，每个季度整个市场的平均 PE 值均高于 QFII 持仓样本的平均 PE 值，市场平均 PE 值比 QFII 持仓样本平均 PE 值高出约 50%。表明相对市场水平而言，QFII 更倾向于持有 PE 相对较低的股票，即估值更低的股票更容易被 QFII 持有。图 3 显示在样本期 28 个季度，除 2012 年一季度，其余每个季度整个市场的平均 PB 值均高于 QFII 持仓样

本的平均 PB 值，且近年来这种 PB 差异比较稳定且显著，市场平均 PB 比持仓样本平均 PB 高出超过 10%。表明相对市场水平而言，QFII 更倾向于持有 PB 相对较低的股票，而且这一倾向在 2012 年三季度起得到了加强。

综合图 2 和图 3 的分析结果，从估值指标的角度来看，QFII 基金更偏爱于低估值的股票样本，而这一结论印证了 QFII 基金在挑选股票样本的时候基于价值投资的准则。

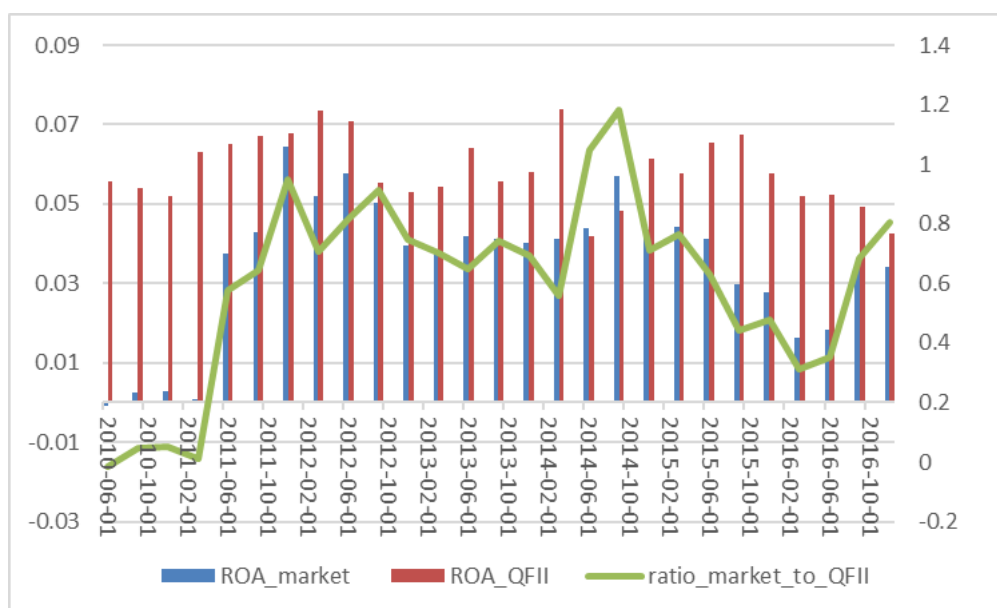


图 4：ROA 指标对比（QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平）

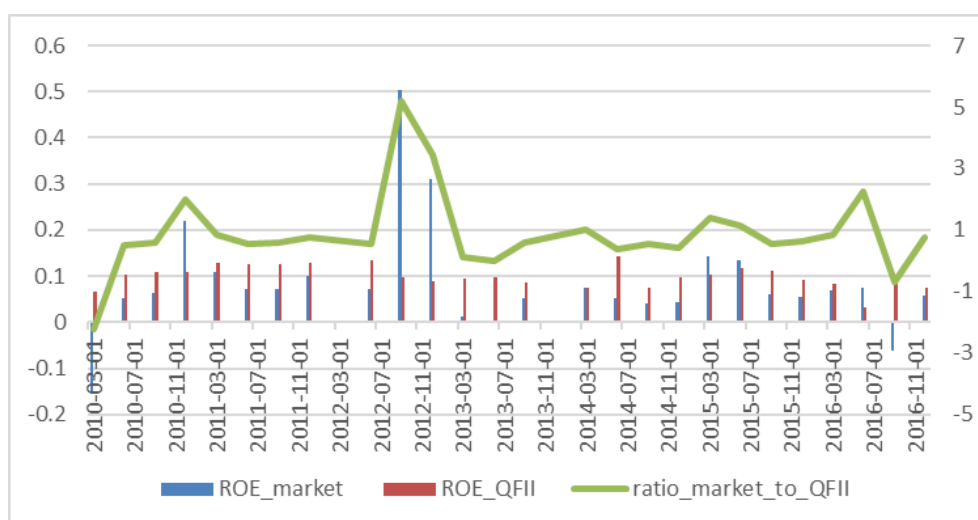


图 5：ROE 指标对比（QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平）

观察图 4 和图 5。图 4 显示在样本期内的 28 个季度，QFII 持仓样本的平均 ROA 基本在 5% 水平之上。与市场平均 ROA 相比较，除 2014 年第二季度和第三季度，剩下每一个季度 QFII 样本的平均 ROA 水平均高于市场平均 ROA 水平。表明相对市场水平而言，QFII 更倾向于高 ROA 的股票。图 5 显示在样本期 28 个季度内，绝大多数季度市场平均 ROE 水平低于 QFII 样本的平均 ROE 水平，表明整体而言，QFII 更偏爱于 ROE 更高的股票。

综合图 4 和图 5 的分析结果，从盈利指标的角度来看，QFII 更偏爱于盈利能力强的股票，这一结论印证了 QFII 选股基于价值投资的假设。

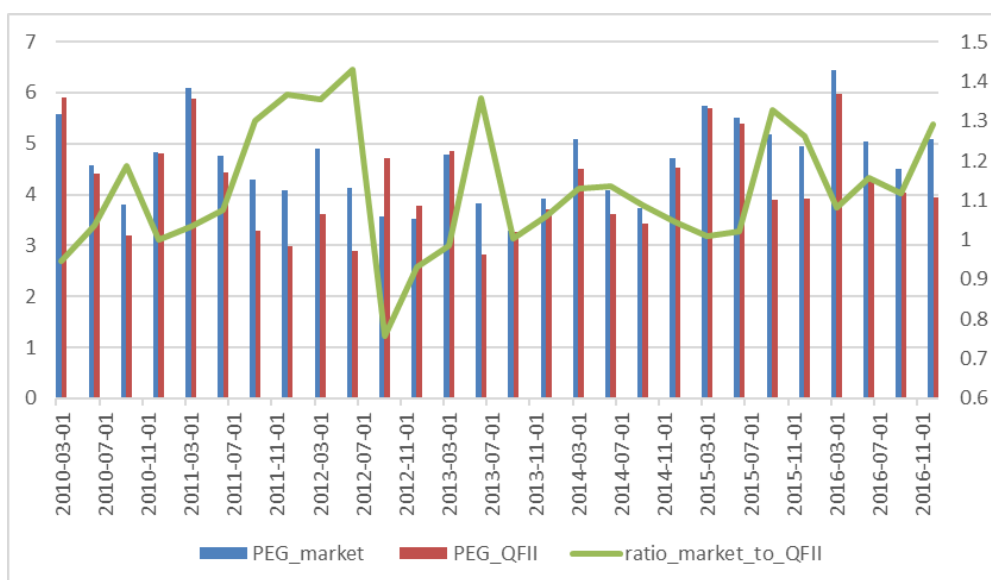


图 6：PEG 指标对比（QFII 持仓样本平均水平与市场平均水平）

观察图 6。图 6 显示在样本期内的 28 个季度，除 2012 年第三季度和第四季度，市场平均 PEG 均大于 QFII 持仓样本的平均 PEG，体现 QFII 偏好一些估值低且具有较好成长能力的股票。

综合图 2 至图 6 的分析结果，可以发现从估值角度、从盈利角度以及从估值和盈利混合的角度来看，低估值、高盈利以及较好成长性的股票被 QFII 持股的可能性更高，这一选股偏好符合价值投资准则。

## 2. 回归分析

接下来，采用回归分析的方法分析 QFII 持仓样本，分析 QFII 的持股比例更容易受价值投资影响还是受趋势投资的影响。

表 2 为回归所用到的变量的描述性统计结果。从表 2 可以看出，QFII 对某个股持仓总比例平均为 1%，最高持仓比例为 17.5%，最低持仓比例 1.1%。此外，QFII 持仓样本的平均 PE 水平为 35.2 倍，平均 PB 水平为 3.0；平均 ROA 水平为 4.5%，平均 ROE 水平 9.3%；平均 PEG 水平为 2.6。根据动量指标，QFII 持仓样本中有约 54%样本是处于上升动量状态；根据 MA 技术指标，QFII 持仓样本中有约 57%样本是处于短期上升趋势状态中。

表 2：回归分析变量描述性统计表

VAR	N	MENA	STD	MAX	MIN	MEDIAN
log_per_shares	4192	-0.07	0.98	2.86	-4.47	-0.02
log_PE	3822	3.56	0.98	10.80	0.90	3.47
log_PB	4185	1.11	0.77	7.91	-1.23	1.09
log_ROA	3822	-3.08	1.00	0.85	-9.21	-2.90
log_ROE	3819	-2.38	0.88	1.97	-8.11	-2.24
log_PEG	2236	0.97	1.64	8.87	-4.73	0.93
last_return	4192	0.54	0.50	1.00	0.00	1.00
5MA_10MA_sign	4192	0.57	0.49	1.00	0.00	1.00
log_MKT_value	4190	13.92	1.26	19.18	11.30	13.67
proportion_liquidity	4192	0.78	0.26	1.00	0.05	0.88

表 3 展示了模型（1）具体的回归结果。回归（1）至回归（7）为各变量的单变量回归结果，回归（8）为在估值类型变量、盈利类型变量和趋势类型变量各选取一个代理变量的多变量回归结果。

首先，关于估值类指标，相关回归为回归（1）和回归（2）。回归（1）表明，如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下，那么 QFII 对该股的持股比例与该股的 PE 值呈负向关系，PE 值越高，则持股比例越低，体现 QFII 对低估值股票的偏好。但是回归（2）表明，如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下，PB 值越高，

则 QFII 持股比例反而越高,且结果显著,这一结果与价值投资的持股原则相悖。

其次,关于盈利类指标,相关回归为回归(3)和回归(4)。回归(3)和回归(4)表明,如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下,样本股的 ROA 或者 ROE 越高,则持股比例越高,体现 QFII 更偏爱盈利能力越高的股票,这一结果符合价值投资原则。

第三,关于估值与盈利混合型指标,相关回归为回归(5)。回归(5)表明,如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下,样本股的 PEG 越高,则持股比例越高,但该结果相对不那么显著。这一结果与价值投资原则有一点相悖。

第四,关于趋势投资代理指标,相关回归为回归(6)和回归(7)。回归(6)表明,如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下,上一季度收益率为正的样本股整体 QFII 持股比例更高一点。回归(7)表明,如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下,上一季度末 5 日月度均线在 10 日月度均线之上的样本股整体 QFII 持股比例更高一点。综合回归(6)、回归(7)结果,可以发现, QFII 更愿意增持短期内处于上升趋势,未来上涨概率更高的股票。

最后,本文做了一个多变量回归。比较回归(8)与回归(1)、回归(3)和回归(6)的结果可以发现,估值类指标虽然系数仍未正,但回归结果不再显著。盈利类指标和趋势类指标依然显著为正。

综合分析上述各回归结果,可以发现:如果一个样本股在被 QFII 持有的前提下, QFII 会更倾向于根据上市公司的盈利能力和股价的短期趋势来调整自己的持仓意愿,而对于估值方面的考虑因素则有一定的分歧。 QFII 更愿意持有一些有较强盈利能力,短期处于上升趋势的股票,估值相对高一点也没有关系。因此, QFII 基金在价值投资规则的基础之上,并没有固守价值投资的框架,适当也考虑了趋势投资方面的因素。



表 3：QFII 持股比例回归分析结果

变量	回归 (1)	回归 (2)	回归 (3)	回归 (4)	回归 (5)	回归 (6)	回归 (7)	回归 (8)
log_PE	-0.11*** (-5.87)							0.01 (0.34)
log_PB		0.22*** (10.72)						
log_ROA			0.21*** (13.48)					0.21*** (11.86)
log_ROE				0.27*** (15.13)				
log_PEG					0.03** (1.98)			
last_return						0.22*** (6.13)		0.21*** (6.00)
5MA_10MA _sign							0.29*** (8.36)	
Constant	2.97*** (13.25)	1.42*** (8.15)	3.04*** (16.57)	3.67*** (18.59)	1.57*** (6.65)	1.87*** (11.03)	1.72*** (10.07)	2.92*** (13.33)
log_MKT_val	-0.15*** (-11.33)	-0.09*** (-7.4)	-0.15*** (-11.98)	-0.19*** (-14.72)	-0.08*** (-5.03)	-0.11*** (-9.13)	-0.1*** (-8.59)	-0.15*** (-11.01)
proportion_li quidity	-0.73*** (-12.33)	-0.69*** (-11.98)	-0.62*** (-10.62)	-0.67*** (-11.58)	-0.66*** (-8.32)	-0.74*** (-12.93)	-0.73*** (-12.65)	-0.62*** (-10.66)
Observation	3820	4183	3820	3817	2235	4190	4190	3820
Adj R <sup>2</sup>	0.073	0.089	0.107	0.118	0.048	0.072	0.08	0.116
F-statistic	11.04	14.62	16.33	18	4.74	11.85	13.01	16.59

注释：括号内为 t 值；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%水平上显著。

## （二）QFII 持股期限分析

采用了统计分析的方法，统计了 2010 年至 2016 年样本期内，不同 QFII 基金对不同个股持仓时长的分布情况。表 4 展示了统计分析的结果，剔除了 2016 年四季报首次披露的样本。

整体来看，2010 年至 2016 年样本期内，56.65%的样本股不会连续出现在 QFII 重仓股名单之中；只有 24.29%的样本股会被 QFII 基金重仓持有超过半年的时间；而只有 9.95%的样本股会被 QFII 基金重仓持有超过一年的时间。而持仓

超过一年的样本，近 50%的样本股会在一年零一个季度后被 QFII 基金抛弃，结果见图 7。因此，真正能被 QFII 基金长期重仓持有的样本股占比非常少。具体来看，能被 QFII 长期重仓持有的样本股既有中国中铁、格力电器、贵州茅台、上汽集团等权重股，也有山东海化、天坛生物等成长股。整体而言，QFII 的持股期限是短期的。

具体分 QFII 基金来看，除领航新兴市场股指基金(交易所)、香港上海汇丰银行有限公司等少数 QFII 基金外，其他 QFII 基金持有 1 个季度的样本数量远远超过持有其他期限时长的样本数量。举一个极端的例子，如东方汇理银行，在样本期内共重仓持有 224 次样本股，但其中 213 次样本股只持有了 1 个季度就难在下一季度的重仓股名单中觅得踪迹。

综合分析来看，QFII 基金整体持仓期限结果处于非常短期的结果，绝大多数的样本持仓不会超过 1 年，大量的样本只持有 1 个季度就不会出现在下一季度的重仓股名单之中。结合之前回归分析的结果，可以判断，QFII 的投资并不完全按照价值投资的准则，持仓风格具有机构投资散户化的倾向，实际操作中有很多快进快出的操作风格。而这一特点也与中国市场散户为主，市场不成熟等因素有关。

表 4：不同 QFII 的持股期限统计表

QFII 公司	1 个季度	2 个季度	3 个季度	4 个季度	超过 1 年	总计
CSOP 富时中国 A50 ETF	14	13	3	3	15	48
GEAM 信托基金中国 A 股基金	17	3				20
Samsung Asset Management Co., Ltd.	16	1				17
阿布扎比投资局	36	10	15	1	2	64
澳门金融管理局	24	6	2			32
贝莱德机构信托公司	6					6
比尔及梅林达盖茨信托基金会	41	25	12	6	25	109
不列颠哥伦比亚省投资管理公司	8	3	5	4	5	25
淡马锡富敦投资有限公司	28	13	12	5	10	68
德意志银行公司	65	26	8	4	9	112
<b>东方汇理银行</b>	<b>213</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>224</b>
法国爱德蒙得洛希尔银行	51	5	3	4	7	70
法国巴黎投资管理亚洲有限公司	5					5
法国巴黎银行	8	9	1		3	21
法商法国兴业银行股份有限公司	30			1		31

QFII 公司	1 个季度	2 个季度	3 个季度	4 个季度	超过 1 年	总计
富邦人寿保险股份有限公司	1	5				6
富达基金(香港)有限公司	2	2	1	3	3	11
富通银行	73	15	11	4	7	110
高瓴资本管理有限公司	11	9				20
高盛国际资产管理公司	6					6
高盛集团	31	5	6	4	9	55
哥伦比亚大学	15	5	10		8	38
海通国际控股有限公司	15	2	1			18
韩国国民年金公团	6	2				8
瀚亚投资(香港)有限公司	17	1				18
荷兰安智银行股份有限公司	3	3		2	3	11
花旗环球金融有限公司	30	13	5	1	2	51
华夏沪深 300 指数 ETF	8					8
加拿大年金计划投资委员会	4	4			5	13
景顺资产管理有限公司	6	2	1			9
科威特政府投资局	91	42	9	6	14	162
魁北克储蓄投资集团	6	4				10
<b>领航新兴市场股指基金(交易所)</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>9</b>			<b>50</b>
马丁可利投资管理有限公司	12	10	4	7	8	41
美林国际	42	9	7	4	13	75
摩根大通银行	23	11	7	5	8	54
摩根士丹利国际股份有限公司	71	22	9	4	2	108
摩根士丹利投资管理公司	21	3	7	7	7	45
挪威中央银行	77	33	21	16	14	161
群益证券投资信托股份有限公司	14					14
日兴资产管理有限公司	5					5
瑞士联合银行集团	79	49	15	11	32	186
瑞士信贷(香港)有限公司	26	11	5	3	7	52
施罗德投资管理有限公司	7	3				10
首域中国 A 股基金	10	8				18
香港金融管理局	15					15
<b>香港上海汇丰银行有限公司</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>36</b>
新光投信株式会社	1	5				6
新加坡政府投资有限公司	5	3	5	6	4	23
耶鲁大学	8	1	1	2	6	18
野村证券株式会社	2	4	3			9
野村资产管理株式会社	11	3	4			18
易方达资产管理(香港)有限公司	6	6	2	2	6	22
渣打银行(香港)有限公司	5					5
招商证券国际有限公司	4		5			9
中国国际金融香港资产管理有限公司	4	2				6

QFII 公司	1 个季度	2 个季度	3 个季度	4 个季度	超过 1 年	总计
总计	1355	456	220	123	238	2392
占比	56.65%	19.06%	9.20%	5.14%	9.95%	

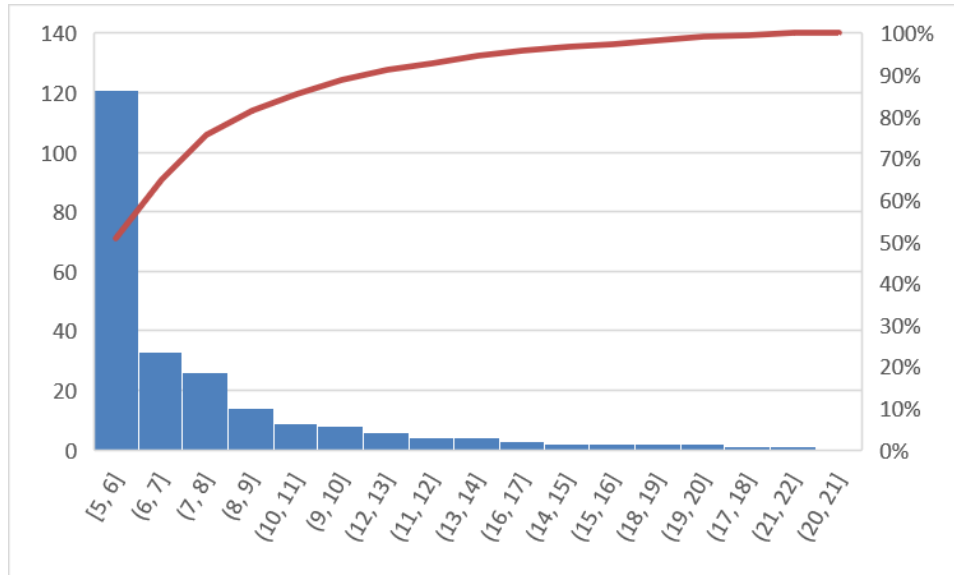


图 7：QFII 持仓超过 1 年的样本的细分持股时长情况

## 五、结论

本文以 QFII 基金为研究主体，通过 2010 年至 2016 年期间每季度公布的重仓股持仓数据，研究 QFII 的投资组合和仓位变化。本文从 QFII 基金持股偏好和持股期限结构两个角度展开研究，研究发现：

1、QFII 基金持仓股样本的 PE、PB 低于同期市场平均水平，ROA、ROE 高于同期市场平均水平，PEG 低于同期市场平均水平，反应 QFII 偏好低估值、高盈利、成长性好的上市公司，选股基础依然符合价值投资准则。

2、在已经被 QFII 基金选择持仓的前提下，QFII 持股比例受 ROA、ROE 的正向影响，反应盈利能力越高的公司 QFII 持股比例越高，但是对于估值类指标却产生分歧的结果。此外，QFII 持股比例还显著受到动量指标、技术趋势指标的正向影响，反应 QFII 也偏好短期处于强势，处于上升趋势的样本。

3、持股期限结构分析发现，QFII 基金平均持股期限非常短，超过半数的样本持股平均期限只有 1 个季度，反应 QFII 基金机构交易散户化的倾向，具有快进快出的特点。结合回归分析结果，可以判断趋势交易也是 QFII 遵循的主要准则。

综合分析，得出的结论为：QFII 选股依然遵循价值投资准则，但是在具体交易风格以及仓位配置上来看，会考虑趋势交易的相关准则，交易风格偏向快进快出。

## 参考文献

- [1] 李蕾和韩立岩，2014，《价值投资还是价值创造?——基于境内外机构投资者比较的经验研究》，《经济学(季刊)》13(01)期 351-372 页。
- [2] 林华显，2011，《证券投资基金股票换手率绩效探析》，《现代商贸工业》23(21)期 132-133 页。
- [3] 刘成彦、胡枫和王皓，2007，《QFII 也存在羊群行为吗?》，《金融研究》第 10 期 111-122 页。
- [4] 孙立和林丽，2006，《QFII 投资中国内地证券市场的实证分析》，《金融研究》第 07 期 123-133 页。
- [5] 滕莉莉和黄春龙，2012，《我国 QFII 持股特征研究——基于选股偏好与持股期限的实证分析》，《投资研究》第 31(10)期 84-97 页。
- [6] 周泽将和王清，2013，《谁吸引了外国投资者的眼光——基于中国上市公司 QFII 持股的经验证据》，《投资研究》第 32(03)期 123-138 页