



■ 主要观点：

■ 2014 年三季度 QDII 市场环境及业绩回顾

- QDII 市场新增加 2 只新成员。
- 业绩优秀者赢得净申购，但不改 QDII 整体持续遭遇净赎回的尴尬局面。
- 华安基金在三季度异军突起，是除了上投摩根、华夏、嘉实、南方等 4 家在 2007 年赢得先发优势的公司外，与博时、诺安一起成为当前在激烈的竞争中暂居优势的基金公司之一。
- 全球市场表现分化，成熟市场和大宗商品市场的整体下跌拖累 QDII 表现，平均净值下跌 2.53%，大幅落后国内基金表现，或给四季度 QDII 的申赎市场带来压力

■ 2014 年三季度 QDII 运作分析

- QDII 小幅增持了对股票、基金的持有比例，增加了现金持有比例，风险资产（股票+基金）配置比例增至 89.33% 的高位水平。
- QDII 退出了对俄罗斯和爱尔兰的小幅投资，小幅提高了对香港、印度、美国的配置比例，降低了印尼、马来西亚、英国的配置比例。
- 三季度 QDII 明显降低行业集中度，部分资金从下游终端板块向上游板块转移，表明 QDII 整体看好全球经济复苏前景。

■ 后期 QDII 投资策略

- 预计欧元区市场将受经济疲软影响而出现大幅震荡，但欧央行宽松量化规模或给各国市场带来阶段性投资机会；美国市场有望继续走强；美元走强将持续抑制贵金属、基本金属和原油价格走势，大宗商品或维持低迷状态。新兴市场经济或加剧分化。
- 展望后市，建议投资者重点关注重配美国市场 QDII，积极关注新兴市场的结构性投资机会，择优选择新兴市场 QDII；高风险偏好投资者可适当参与有望受益全球经济复苏的基本金属类资产的投资机会。另外，建议高风险投资者还可积极关注俄-欧局势，一旦双方对峙出现明显缓解，主要投资石油气板块的 QDII 或将迎来前所未有的阶段性投资机会。

刘亦千 一级分析师

执业证书编号：S0870110100003

021-53519888-1988

liuyiqian@sigchina.com

日期：2014 年 10 月 31 日

报告编号：

相关报告：

2014 二季度专题：继续侧重美欧市场 QDII，适当把握新兴市场 QDII 结构性机会

2014 一季度专题：继续侧重美欧成熟市场 QDII，适当关注香港市场 QDII

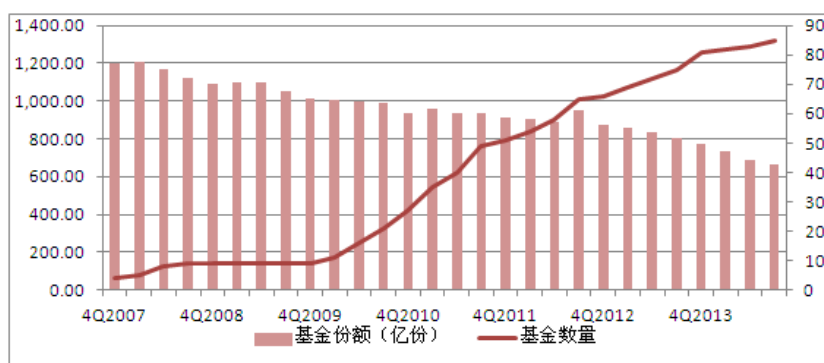
一、2014 年三季度 QDII 申赎形势及业绩回顾

QDII 发行和申购赎回分析：QDII 数量不断增长，份额不断减少

2014 年三季度 QDII 市场新增加 2 只新成员，QDII 数量增至 87 只。新增的产品分别华安国际龙头 (DAX) ETF 和华安国际龙头 (DAX) ETF 联接，合计募集规模 14.37 亿份，其中华安国际龙头 (DAX) ETF 联接募集规模 10.99 亿份。

从申购赎回形势来看，三季度 QDII 仍然面临不断净赎回，85 只期间开放申购赎回的 QDII 中，仅 15 只实现净申购，其他 70 只全部面临净赎回。85 只 QDII 在三季度净赎回 37.86 亿份，大幅度超过新发产品的募集规模，这使得 QDII 整体份额降至 663.32 亿份，规模 664.25 亿元人民币。仅占首批 4 只 QDII 在 2007 年底合计份额的 55.25%。

图 1 QDII 数量不断增加，整体份额不断减少



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

业绩表现优秀的 QDII 往往能够实现净申购，如富国中小盘、广发全球医疗保健、国泰纳斯达克 100 等，申购规模最高的 QDII 是博时亚洲票息，该基金作为主要投资债券的固定收益品种，因在二季度实现 5.18% 的投资回报而备受关注，在三季度实现 3.96 亿份的净申购。

截止三季度末，全市场已经有 64 只规模不足 2 亿份、52 只不足 1 亿份、32 只不足五千万份，7 只不足 2 千万份，其中建信全球资源、信诚全球商品主题、交银全球自然资源、工银瑞信标普全球资源、海富通海外精选已经连续四个季度不足 2 千万份，这些产品生死存亡与一线，并不断拖累管理人的经营业绩，我们预期基金管理人将在 QDII 的发行方面继续保持谨慎。

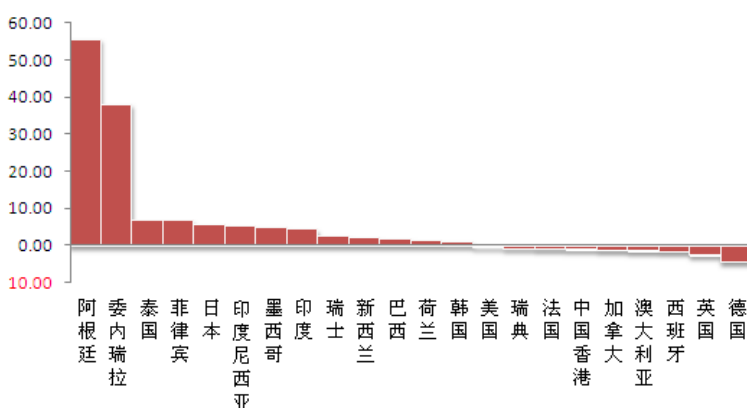
分公司来看，截至 2014 年三季度末，31 家基金公司展开 QDII 业务，上投摩根、华夏、嘉实、南方等 4 家公司继续在 2007 年的先发优势中享受余荫，管理 QDII 规模均超过 100 亿人民币；余下 27 家公司的 QDII 业务艰难运作，目前仅博时、华安、诺安三家公司在激烈的竞争中暂居优势，旗下 QDII 规模超过 10 亿元（人民币，以下同），平均 QDII 规模超过 3 亿人民币，其中华安基金借助三季度发行的两只产品异军突起，成为目前 QDII 管理规模最大的六家基金公司之一。余下 25 家公司 QDII 业务基本还处于布局和投入的阶段，旗下 QDII 平均基金份额无一超过 2.5 亿元。长信、国海富兰克林、景顺长城、

泰达宏利四家公司旗下 QDII 规模均不足 3 千万元，其 QDII 部门的运营陷入困境。

QDII 业绩回顾：全球市场表现分化，成熟市场和大宗商品市场的整体下跌拖累 QDII 表现

2014 年三季度全球市场二维分化：受益国际贸易回暖，新兴市场加快反弹，其中阿根廷以 55.69% 的季度涨幅连续第二个季度领涨全球各市场，委内瑞拉从二季度表现最差的市场迅速转身为三季度全球表现第二的市场，泰国、菲律宾、墨西哥维持强劲上涨趋势。但发达经济体各国整体疲软，其中欧洲各主要市场在欧元区各国经济的拖累下整体疲软，美国市场在经过持续的上涨之后也呈现疲态，仅日本在宽松货币的推动下表现较好。

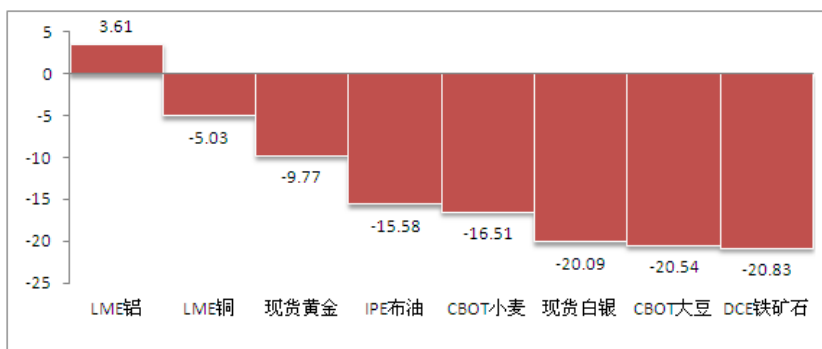
图 2 2014 年三季度全球各国市场主要股指涨跌幅 (%)



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

强势美元背景下全球大宗商品纷纷下调，仅铝因受益供给减产而延续上季度的上涨趋势，其他产品全部下跌。大宗商品的主要交易品种 IPE 布油也大跌 15.28%，金属类中交易量最广泛的铁矿石甚至大跌 20.83%，小麦大豆的跌幅分别达到 16.51%、20.54%。

图 3 2014 年三季度全球部分大宗商品表现 (%)



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

成熟市场和大宗商品市场的整体下跌拖累 QDII 表现，三季度 QDII 投资回报整体回调，平均净值下跌 2.53%，这是 QDII 在连续 4 个季度实现正收益之后首季出现下跌。84 只运作完整季度 QDII 中（不包括嘉实新兴市场，该基金无业绩数据）30 只涨 1 平 53 跌。

分类型来看,除了固定收益QDII和中国股票QDII在三季度整体实现小幅净值增长,其他类型QDII全部出现净值回调,大宗商品QDII受投资标的深度调整跌幅尤甚,8只产品平均跌幅高达8.33%。全球股票也有较大的跌幅,平均跌幅达4.13%。此外,REITs-QDII在经过持续2个季度的强劲上涨之后,本季度出现调整,4只产品平均跌幅达4.05%。

表 2、2014 年三季度 QDII 基金分类别平均净值表现 (%)

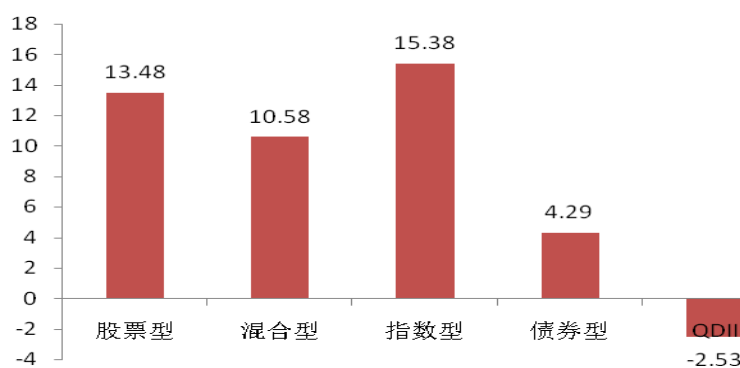
	季度初基金数量	简单平均收益率
全部 QDII	84	-2.53
固定收益	6	0.89
中国股票	16	0.56
美欧股票	12	-0.65
亚太新兴	13	-2.53
REITs	4	-4.05
全球股票	25	-4.13
大宗商品	8	-8.33

数据来源: WIND 上海证券基金评价研究中心

三季度表现最好的 QDII 或主要投资中概股,或跟踪美国纳斯达克指数。业绩排名前五位的 QDII 分别为富国中国中小盘、国泰纳斯达克 100ETF、华宝兴业中国成长、华安香港精选、国泰纳斯达克 100。其中富国中国中小盘、华宝兴业中国成长、华安香港精选三只基金均为中国股票 QDII,国泰纳斯达克 100ETF 和国泰纳斯达克 100 均跟踪纳斯达克 100 指数。五只产品季度收益分别为 8.78%、5.20%、5.10%、5.00%、4.87%。

三季度表现最差的 QDII 集中于大宗商品 QDII。排名后五位的 QDII 分别为华宝兴业标普油气、信诚全球商品主题、上投摩根全球天然资源、富国全球顶级消费品、诺安油气能源,除富国全球顶级消费品为全球股票 QDII 以外,其他四只 QDII 均主要投资能源、基本金属的大宗商品 QDII,五只基金季度收益分别为-15.67%、-12.68%、-11.87%、-10.90%、-10.67%,损失惨重。

图 4、2014 年三季度各类型基金平均净值表现 (%)



数据来源: WIND 上海证券基金评价研究中心

纵向比较，在权益类品种中，二季度国内主动股票型基金、混合型基金、指数型基金分别平均上涨 13.48%、10.58%、15.38%，QDII 大幅落后国内基金表现，或给四季度 QDII 的申赎市场带来压力。

但长时期来看，在各个季度 QDII 与国内同类型基金之间均存在较大的投资业绩差，体现出较为明显的不协调性，凸显 QDII 的区域配置意义：分散国别风险、区域风险，降低资产组合风险。

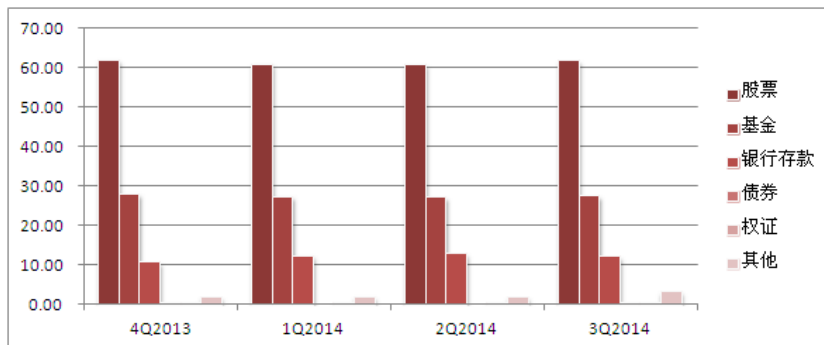
二、QDII 运作分析

非债型主动投资QDII资产配置分析：QDII整体提高风险偏好

相对于 QDII 规模，海外市场的容量可视为无穷大，QDII 资产结构的变化对海外市场的影响可忽略不计。考虑到被动指数化产品（包括 ETF 联接）的投资策略为复制指数，无法代表管理人的主动操作意愿，因此我们仅针对主动投资非债型 QDII 进行分析。由于 QDII 集中度极高，为了规避规模较大的 QDII 资产结构主宰了整个 QDII 行业的资产结构。我们对 QDII 简单平均资产结构进行分析，以图更充分解释 QDII 投资结构的变化趋势。

QDII 资产结构表明 QDII 保持相对积极的投资态度，截至 2014 年三季度末，51 只公布季报的非债型 QDII 简单平均持有股票、基金、现金和其他资产的比例分别为 61.84%、27.49%、12.17%、3.22%。与上一季度比较，QDII 微幅增持了对股票、基金的持有比例，风险资产（股票+基金）配置比例由上一季度的 88.16%增至三季度末的 89.33%。

图 5 主动非债型 QDII 最近 4 个季度的资产配置结构



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

个别产品操作激进，34 只主要投资股票市场的 QDII 中，超过 7 成 QDII 股票调仓不足 5 个百分点，但其中 4 只产品调仓超过 10 个百分点，其中建信全球资源、华宝兴业中国成长两只产品分别增持股票资产 25.81%、11.24%，富国中国中小盘、海富通大中华精选两只产品分别减持股票资产 11.39%、15.53%。17 只主要实施 FOF 投资策略的 QDII 中，超过 8 成调仓幅度不足 5 个百分点，其中国泰大宗商品、易方达黄金主题增持基金资产比例均超过 10 个百分点。

投资区域分析：多数 QDII 加大对香港和美国的投资力度

从 QDII 的股票及存托凭证的投资区域来看，2014 年三季度 QDII 退出了在俄罗斯和爱尔兰的投资，投资领域覆盖了 34 个国家和地区。俄罗斯市场由上投天然资源在 2014 年二季度中参与，爱尔兰市场由嘉实全球房地产在 2013 年四季度开始参与，参与程度均不及基金资

产净值的 2%。

QDII 前十大投资市场基本维持不变。其中对中国香港和美国的投资比例分别高达 54.59%、24.96%，合计占比达 79.54%，集中度较上一季度有所提升。与上一季度比较，QDII 在各个投资区域的配置比例基本保持不变，微幅提高了对香港、印度、美国的配置比例，降低了印尼、马来西亚、英国的配置比例。

美国和香港仍然是 QDII 最为广泛参与的投资市场，参与这两个市场的 QDII 数量分别高达 52 只、48 只。此外，英国、新加坡、瑞士、日本等国也是 QDII 广泛参与的投资市场。

图 7 QDII 投资区域高度集中香港美国 (%)

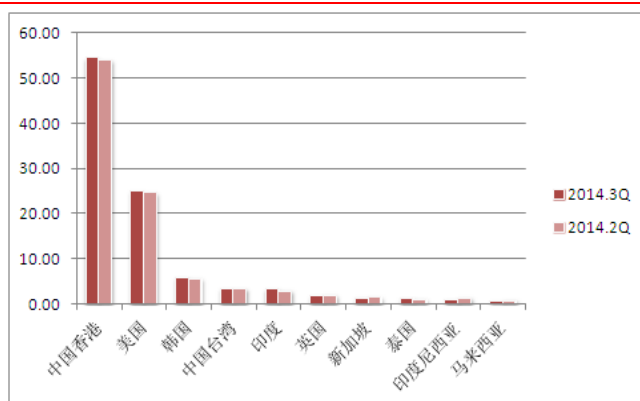
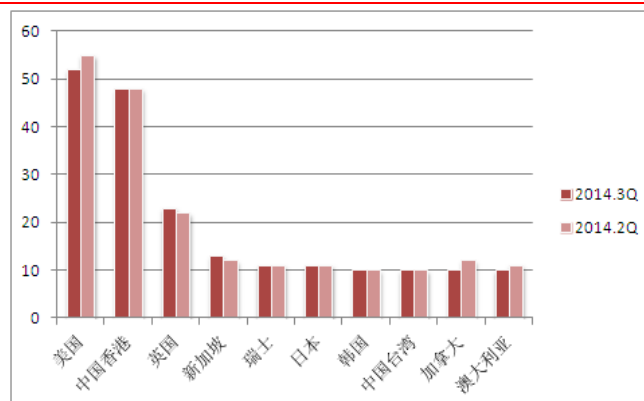


图 8 美国市场 QDII 参与最广泛的市场



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

指数型 QDII 的主流选择是跟踪美国和中国香港这两个中国内地较为熟悉的市場中的指数。截至三季度末市場中已運作 27 只指數型 QDII (包括 ETF 及其联接基金)，11 只跟踪美国市場指數 (包括 REITs 指數)、6 只跟踪全球市場跨境指數、2 只跟踪金砖四國跨境指數、8 只跟踪香港市場指數；另外，三季度新增了 2 只跟踪德国股票指數的指數型基金。

主动权益类 QDII 的主要投资市场为中国香港和美国。截止 2014 年三季度末，34 只以股票及存托凭证为主要投资对象 (即以股票及存托凭证为第一重仓资产) 的 QDII 的第一重仓投资市场维持不变，20 只第一投资市场为中国香港、13 只第一投资市场为美国、1 只第一投资市场为加拿大。

过去半年约 28 只 QDII 主动参与香港市場股票及存托凭证投资，三季度其中 19 只增持了对香港市場的配置比例，9 只降低了对香港市場的配置比例，其中海富通海外精选、华宝兴业中国成长、交银全球自然资源三只 QDII 加大对香港市場投资力度，幅度超过 10%。富国中国中小盘大幅降低对香港市場的配置比例，幅度超过 10%。

过去半年约 30 只 QDII 主动参与美国市場投资，18 只提高了对美国投资力度，12 只降低了对美国市場的投资力度。其中建信全球资源大幅加大对美国市場的投资力度，幅度高达 25.28%，而在二季度，该产品大幅降低对美国市場的投资力度，短短半年内产品投资态度迥异，并体现出极为激进的操作风格。

主动非债型 QDII 中，三季度末海富通海外精选、华安香港精选

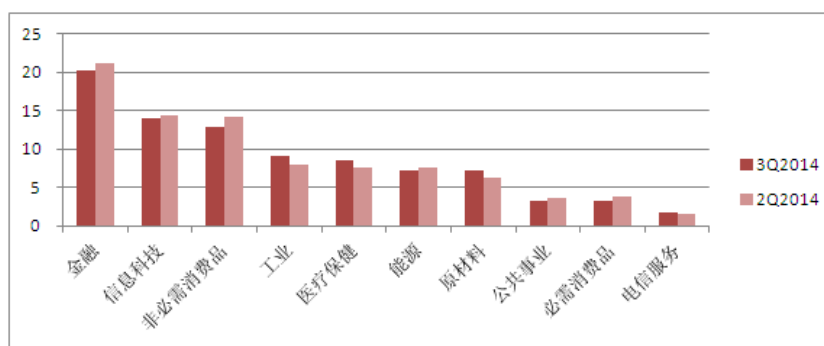
两只产品持有香港市场股票及存托凭证的比例超过 80%，而国泰美国房地产开发、诺安全球收益不动产、嘉实美国成长人民币、建信全球资源、鹏华美国房地产 5 只产品持有美国市场股票及存托凭证的比例超过 80%。

行业结构分析：QDII 资产配置由下游终端转向上游板块，整体看好全球经济复苏前景

考虑到规模较大的 QDII 资产区域布局主宰了整个 QDII 的行业结构。我们分析主动股票型 QDII 的简单平均行业配置比例，以试图解释主动股票型 QDII 的主动行业配置趋势。

34 只以股票及存托凭证为主要投资对象的主动股票型 QDII 中，32 只（上投摩根亚太优势、上投摩根新兴市场对公布行业结构与其他 QDII 标准不一，故不包括在内）按 GICS 行业分类公布 2014 年三季度末行业结构，上述基金即为我们分析的样本。

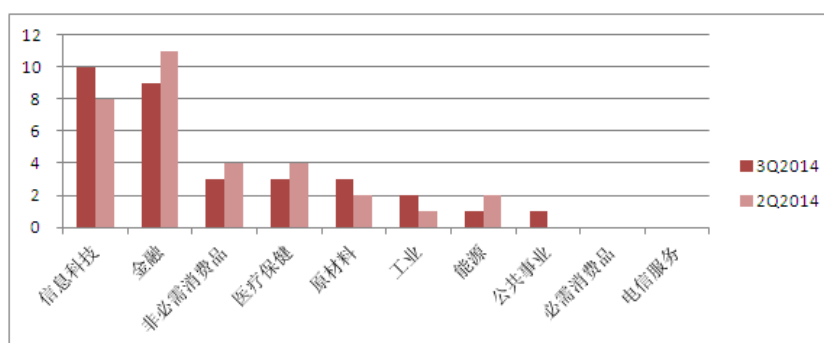
图 9 以股票及存托凭证为主要投资对象的主动股票型 QDII 平均行业配置结构 (%)



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

从投资市场的行业结构来看，主动股票型 QDII 三季度继续高度重仓金融、信息技术和非必需消费品等板块，持有比例分别高达 20.21%、13.91%、12.92%，QDII 对公共事业、必需消费品、电信服务等防御性板块维持较低比例。但三季度 QDII 明显降低行业集中度，部分资金从非必需消费品、金融和必需消费品等下游终端板块向原材料、工业等上游板块转移，表明 QDII 整体看好全球经济复苏前景。

图 10 以不同行业为第一重仓行业的 QDII 数量



数据来源：WIND 上海证券基金评价研究中心

QDII 第一重仓行业往往反映主动股票型 QDII 的重点投资取向，具备较强的参照意义。数据显示，QDII 中仍然多以信息技术和金融为第一重仓行业，其中以信息技术为第一重仓行业的 QDII 由上一季

度末的 8 只增至三季度末的 10 只，以金融为第一重仓行业的 QDII 由上一季度末的 11 只降至三季度末的 9 只。非必需消费品、医疗保健、原材料等行业也是主动股票型 QDII 关注的重点行业，以之为第一重仓行业的 QDII 均达到 3 只。此外，无一 QDII 以必需消费品、电信服务为第一重仓行业。

从重仓行业的调整情况来看，32 只 QDII 中，三季度有 11 只 QDII 第一重仓行业发生变更，15 只前两大重仓行业发生变更，10 只前三大行业均保持不变。与二季度比较，三季度行业稳定性大幅度抬升，表明 QDII 的行业调整幅度趋缓，行业配置趋于稳定。

三、2014 年 11-2014 年 1 月 QDII 投资策略

当前全球经济增长的内生动力仍然不足，需求疲软成为主要的制约因素，全球大宗商品的持续下跌和世界各国通胀低迷状态均证实全球需求维持疲软。预计欧元区市场将受经济疲软影响而出现大幅震荡，但欧央行宽松量化规模或给各国市场带来阶段性投资机会。美国经济维持强劲将继续助推美元走强，尽管美国推出 QE 对市场造成短期冲击，但收益持续强劲的经济复苏势头、0-0.25% 的超低利率以及欧元溢出，美国市场有望继续走强。但美元走强将持续抑制贵金属、基本金属和原油价格走势，大宗商品或维持低迷状态。复杂的全球环境中，新兴市场经济或加剧分化，一些新兴市场或将受累资本流出而出现调整，一些资源性新兴市场也将受累全球大宗商品价格走势而表现不佳，但大多数新兴市场有望在逐步复苏的国际贸易中获利。

综上，展望后市，建议投资者继续重点关注重配美国市场 QDII，积极关注新兴市场的结构性投资机会，择优选择新兴市场 QDII；高风险偏好投资者可适当参与有望受益全球经济复苏的基本金属类资产的投资机会。另外，建议高风险投资者还可积极关注俄-欧局势，一旦双方对峙出现明显缓解，主要投资石油气板块的 QDII 或将迎来前所未有的阶段性投资机会。

分析师承诺

分析师 刘亦千

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。