

# “债王”立场转变 买入西意国债

□本报记者 黄继汇

有“债王”之称的美国太平洋投资管理公司(PIMCO)首席投资官比尔·格罗斯9月底在一份邮件中表示,由于预期欧洲央行将在几周内购买债券,他最近购买了西班牙和意大利的政府债券。PIMCO是资产管理规模超过1万亿美元的全球最大资产管理公司之一,格罗斯则是全球管理规模最大的债券基金经理。

## 较央行提前布局

格罗斯未具体透露所购债券期限,此前格罗斯对欧元区抱有非常悲观的看法。但在欧洲央行公布了债券购买计划之后,格罗斯的立场出现了转变。他认为,欧洲央行的购债计划将压低成员国债券收益率,推高债券价格。此次出手买入是格罗斯在央行动手之前做出的提前布局。

海通国际发布报告指出,欧洲央行此前宣布,保持货币政策不变,做好实行直接货币交易(OMT)的准备。欧洲央行维持再融资利率0.75%不变。非传统措施譬如长期再融资计划(LTRO)和维持固定利率和完

全流动性分配的主要再融资操作(MRO)保持不变。直接货币交易(OMT)已经得到证实并被公布为具有可操作性。

欧洲央行行长德拉吉重申欧洲金融市场仍处于分隔状态,这妨碍了欧元区内信贷循环和资本流通。尽管银行资本化程度显著提高,但仍需对银行系统进行结构性改革。德拉吉没有公布德国和西班牙两国的债务差距水平,但在此基础上欧洲央行认为可以对二级市场进行干预。他重申OMT的相关条件使得政府,尤其是西班牙政府,成为决定是否激活的唯一判定者,而这也是受益于欧洲央行干预政府债券市场的前提。他提到该条件带来的优势,即欧洲金融稳定基金-欧洲稳定机制(EFSF-ESM)激活的相关财政巩固条件可以降低政府道德危机,保持欧洲央行独立性以避免财政在货币政策中占支配地位,加强与OMT操作相关的债券信用质量。德拉吉隐约补充说获得OMT支持的另一个条件是进入债务一级市场,而葡萄牙目前还不具备这一条件。

海通认为自从宣布实行

OMT以后,尽管市场压力减小,西班牙政府仍会在10月寻求欧洲央行的支持。事实上西班牙政府犹豫或推迟亟待激活的框架妨碍了欧洲货币政策有效传导。只要没有为欧洲央行稳定边缘国家公债开放绿灯,全球市场仍将对承受巨大债务压力的欧洲银行稳定性保持怀疑,信贷也会维持收紧,当前私人信贷停滞即反映了这点。

## 美债仍占“大头”

尽管格罗斯买入了欧元区成员国债券,但其债券基金所持美国以外发达国家债券的占比仍较低。据PIMCO网站公布的最新数据显示,截至8月底,这类债券的占比仅从7月底的6%升至7%。格罗斯在邮件中称,旗下基金仍持有可观的美国国债头寸,但未持有期限超过10年的常规美国国债。

纽约梅隆首席经济学家理查德·霍尼在最新一期经济报告中表示,美国经济预计在未来几年将呈现恢复性增长。

霍尼表示,“我们并不认为美国的财政政策会失调到引发经济衰退的程度。2013年财政

紧缩的幅度预计应该仅为国民生产总值(GDP)的1%-1.5%,比当前法律要求的幅度低很多。在美国总统大选后,政策很可能出现‘小幅放宽’,而非‘大幅调整’。”

针对第三轮量化宽松(QE3),他表示,“我们相信QE3能够为美国经济提供一定的有效支持,但其整体效果可能会被削弱,原因是激进的货币宽松政策有推高能源价格的趋势。”他还指出:“我们并不怀疑美联储拥有充足的技术工具防止通货膨胀率的持续上升。但是目前,美联储帮助美国财政部为持续的财政赤字提供资金,并着手于降低住房抵押贷款利率。因此,美联储在未来几年是否有足够的政策独立性来及时运用这些工具尚不能确定。”

对于OMT,霍尼认为:“欧洲方面,虽然欧洲央行启动的直接货币交易计划从技术层面来看设计精巧,但是由于欧洲边缘国家选民的‘紧缩计划疲劳’以及经济状况稍好国家选民的‘救助计划疲劳’,要想有效地实施这一机制,欧洲各国领导人必须进行巧妙的协商。”

## 动态

## 美债基现三年来最大单周资金净流入

美国投资公司协会(ICI)10月10日公布的数据显示,由于对全球经济前景感到悲观,本月初美国共同基金投资者投入债券基金的新资金规模创下近三年最高,同期大量资金逃离美国股票基金。

在截至10月3日的一周内,美国债券基金实现108.7亿美元资金净流入,为2009年10月以来最高水平。同期股票基金出现110.8亿美元资金净流出,为2011年8月以来最高水平,此前一周股票基金刚刚出现了75.5亿美元的资金净流出,而当周标普500指数涨幅达到1.23%。美国市政债券基金吸引28.2亿美元资金净流入,为近五年来最高水平。涵盖股票和固定收入证券的混合基金实现22.6亿美元资金净流入,为今年8月底以来最高水平。(杨博)

## PIMCO旗舰基金 减持美国国债

太平洋投资管理公司(PIMCO)公布的最新数据显示,全球最大的共同基金、由“债券天王”比尔·格罗斯执掌的PIMCO总体回报基金9月份削减了对抵押贷款证券和美国政府债券的敞口。当月,美联储宣布启动每月购买400亿美元抵押贷款证券的第三轮资产购买计划。

9月份PIMCO总体回报基金持有的抵押贷款证券持仓比例从上月的50%下降至49%,对美国政府债券的持仓比例从21%下降至20%。此前的8月,由于预期美联储将宣布更多量化宽松政策,格罗斯执掌的这支基金已经将对美国国债的风险敞口削减三分之一,但维持对抵押贷款证券的风险敞口不变。当月很多债券基金经理都采取措施应对美联储的新举措。目前PIMCO总体回报基金管理的资产规模为2780亿美元。(杨博)

## 明星经理

## “短线杀手”迈克尔·斯坦哈特



□本报记者 杨博

迈克尔·斯坦哈特(Michael Steinhardt),一个有着世界级“短线杀手”之称的华尔街著名对冲基金经理,一个少年成名的投资天才。一向以果断激进的投资风格著称的他,在职业生涯的三十多年里创造了400多倍的投资回报,卓越战绩为他赢得了普遍认可。

## 从布鲁克林到华尔街

斯坦哈特1940年出生于纽约布鲁克林区的一个珠宝商家庭,幼年时父母离异,父亲将100股费城迪克西水泥公司的股票和100股哥伦比亚天然气股票作为补偿送给了他。这份“像电流一样”刺激了斯坦哈特的礼物,成为他步入投资界的敲门砖。13岁时,斯坦哈特开始研究交易报道,跟踪“世界电讯”上所载的股票价格。他频繁地进入美林公司的办公室,和那些“吸着雪茄的老头们”一起盯着大屏幕,不久后开始买卖股票。

股票价格波动给自己手中的“金融资产”带来的变化令斯坦哈特兴奋不已。对他来说,像同龄人那样用一个暑假打工去赚100美元实在无法与一夜之间

就挣100美元来的有趣和刺激。在父亲的引领下,斯坦哈特在16岁便凭借出众的智商考入了宾夕法尼亚大学沃顿金融学院,19岁便提前毕业。20岁那年,他在卡尔文·巴洛克共同基金里找到了一份证券研究的工作,开始了在华尔街传奇的投资生涯。

斯坦哈特的真正发迹是在1967年,这也是乔治·索罗斯创建全球最大对冲基金公司的同一年。当时的美国经济正在腾飞,斯坦哈特将那个年代称为“一个抢钱的时代”。当时还在利布·罗兹证券公司担任首席分析员的斯坦哈特与两名合伙人共同筹资770万创立了自己的对冲基金公司,首年便获利31%,次年获利更是高达99%,而同期标准普尔指数仅仅上升6.5%和9.3%。

不久后,斯坦哈特的两个合伙人双双离开,他开始独自管理这只新生的对冲基金。在此后的二十年间,斯坦哈特凭借出色的投资技巧,不但让投资者获得了超过100倍的回报,还让自己成为了亿万富翁。

当然,斯坦哈特的投资生涯也不是一帆风顺。在1994年的债券市场危机中,大批对冲基金因预期欧洲国家将降息以促进微弱的经济而买入大量债券等待升值,斯坦哈特的基金也不例外。然而事与愿违,美联储因国内经济强劲选择加息,欧洲被迫跟进,斯坦哈特一夜之间损失了13亿美元。

金融市场的大起大落让斯坦哈特饱尝了成功的喜悦和失败痛苦。1995年,功成名就的斯坦哈特意外宣布告别华尔街。他声称自己的钱已经够用了,想寻找其他刺激。那一年的基金盈利26%,挽回了1994年的大部分损失。有人计算过,如果在1967年投给斯坦哈特1美元,到1995年基金关闭时已变成481美

元,而如果投资标准普尔指数基金,只能收获19美元。

## 不快则败

“如果你对变化的反应不够快,哪怕是一点点的变化,你就可能失败。”这是斯坦哈特的一句名言,也是他的投资准则。

与崇尚长期“价值投资”的巴菲特不同,斯坦哈特并不迷信长线投资。他立足于短线,认为所谓的长期投资的收益是比较虚无的,而10%、15%的收益积累起来要比囤积股票来日待涨要可靠的多。“对我来讲,参与市场只是想获取正确决策的满足感,从投入到成功的时间越短,满足感越强。”斯坦哈特曾这样表达他对短线投资的热情。

短线操作为他带来成就感的同时,也创造了巨大的投资回报。最经典的一役当属投资IBM。1983年,他利用借来的1亿美元以117美元的价格购买了80万股IBM的股票,在股价涨到132元就获利了结,同时在该价位做空,股价下跌到120元时平仓。就这样在大多数投资者一直持有IBM股票等待升值的期间内,斯坦哈特已经赚到了上千万美元。在斯坦哈特看来,IBM股票的确可以获得长线利润,但在别人等待股票涨到自己的期望价位的时候,做得更多的斯坦哈特已经得到更多。

在短线操作上的老到和成功,让斯坦哈特获得了“短线杀手”的美誉。但在他自己看来,这种短线投资的成功也并非完全赌运气,也需要建立在长期的基础上。他非常重视基本面的分析,一直努力保持着独立的思考,不受约束的思维使他把握那些“方向性”的变化。他常对自己的下属说,“要将投资决策建立在长期基础之上,即使你要赔的事件可能不会发生。”

## ■他山之石

## 130/30基金 并非理想中的“永动机”

□晨星(中国)研究中心 梁锐汉

只要有竞争存在,创新便不会死掉。有一个滑稽但现实的说法是,创新的最大目的是让人类可以更加懒惰。还记得那个最疯狂之一的想法吗:永动机?没错,就是希望能设计出这样的一台机器,只要用一点点能量,这台机器便能连续不断的工作下去。在投资界中,也有一大批人希望能找到这样的“永动机”;通过设计各种各样的投资策略和模型,就可以大把大把的把钞票往口袋里塞。而专业人士们所苦心设计的各种精致的投资策略或者模型更是包罗万象,其观察的参数或者因子从阿拉斯加冰川的厚度、美国农场主的玉米播种面积到中国摩天大楼的建设速度,甚至还有人观察女士们裙摆的长度。130/30基金可谓这些创举中三千弱水的一瓢。

所谓的“130/30基金”,是指采用主动投资和以指数为基准的多头和空头策略相结合投资方法的基金。具体而言,就是将基金份额全部以指数为基准投资于多仓,同时通过融入相当于基金原有净值30%的证券,并抛空这部分融券,再将抛空所得的现金建立多仓,基金的实际投资组合变为130%的多头和30%的空头。130/30基金策略的基本思路是,通过融券来卖空被市场高估的股票,将卖空所融入资金和本金一起买入被低估股票建立长仓,通过股票价格回归来获得利润。130/30策略要取得投资成功的因素包括:是否正确辨别市场被低估和高估的股票;用杠杆策略来放大收益;融券成本等。130/30基金是对这类基金习惯上的统称,事实上这些基金在招募说明书上标注的空头头寸从0到50%之间不等,但以30%左右居多。

130/30策略给了投资者美好的遐想。通过对现实世界130/30基金表现的分析,我们认为130/30基金在提供中长期回报方面有可取之处,但在风险控制方面也有不足之处,一句话而言,130/30基金并非理想中的“永动机”。

根据晨星数据,截至2012年8月31日,全球范围内的130/30基金共有194只,主要分布在欧美。事实上,130/30基金在开放式基金家族中可以说是“养在深闺人未识”的晚辈,从上个世纪90年代末期开始有130/30基金零星出现,一直处于不温不火状态,2006年和2007年是130/30基金成立井喷的两年,分别有22只和82只新基金成立。

从目前晨星评级看,截止到2012年8月31日,130/30基金的晨星评级分布情况并未凸显出130/30基金相对于其他基金的优势,从5星到1星的比重分布为10%、27%、31%、20%和12%,大体上和晨星整体的评级分布相似。星级反映的是风险调整后回报,但130/30基金在过去三年回报方面的表现给投资者带来惊喜,其在前20%到末20%的五个区间从高到低的分布情况是31%、22%、22%、11%和14%,约6成基金排在同类前二分之一,谈不上“一骑绝尘”,但在注重相对排名的共同基金中让投资者聊以慰藉。130/30基金在回报上的表现优于星级评级说明在风险上存在弱项,数据上同样支持这一点,有相当部分的基金的总风险处于同类偏高或者高水平。从这个角度看,130/30基金更适合那些投资期较长和风险承受能力高的投资者。

130/30基金混合了传统共同基金和对冲基金的一些特点,大部分的130/30基金提取业绩提成,其提取比例介于0-30%之间不等,以10%提取比例居多,低于对冲基金惯常20%的提取比例。同时我们也看到,有相当比例的基金经理投资自己管理的基金,数额从几百万美元到百万美元以上不等。

投资者可以一叶来了解树林。以摩根大通欧洲130/30基金为例,该基金属于晨星欧洲大盘价值股票基金类别,截至2012年5月30日的股票头寸为101.54%,可是该基金并无融券卖空,而是在现金项融入了1.81%比重的资金。基金在2008年的熊市中大幅落后同类,但在此后的连续三年均排在同类的前五分之一,至8月末基金最近三年的年化回报为8.73%,大幅高于基准指数MSCI欧洲价值指数的-0.58%和同类的0.66%,从中长期来说,基金给投资者带来了良好的回报。值得注意的是,该基金的初始投资门槛高达3.5万美元,且收取5%的中购费和1.5%赎回费,但不提取业绩提成。

可以推想,在可以预见的未来,中国市场上也很可能会陆续出现130/30基金。随着国内对基金行业的管制进一步的放松,基金公司会有更大的空间进行产品创新。同时行业竞争的加剧也迫使基金公司开始追求差异化发展。融资融券在国内市场推出也已有时日,越来越多的投资者愿意参与到这一领域,这些都成为130/30基金诞生的良好的“气候”。另外,中国股票市场发现价格的效率不高和基金业较好的主动投资能力,客观上可让基金经理更好的贯彻130/30策略——融券做空价格被高估的股票同时杠杆做多价格被低估股票。当基金公司要吸引投资者把目光和资金投向他们的130/30基金时,如果采取发起基金的话,投资者可能对这并不完美的“永动机”有更高的期望和信心。

责编:李菁菁 美编:尹建