

# 恐慌情绪“降温” 全球股市重现“暖流”

□本报记者 张枕河

2月12日,由于恐慌情绪减弱,亚洲和欧洲主要股指止跌回升。市场分析师指出,最近一轮全球主要股指暴跌实际上更多是投资者恐慌情绪蔓延所引发的。在此次暴跌之后,主要股指还可能出现多次“反复”,但从中期来看,全球股市仍总体处于升势之中,因为当前的经济基本面和行业、企业盈利等方面并未出现明显的利空因素。

## 恐慌情绪降温

2月12日,亚洲和欧洲主要股指反弹。截至12日收盘,韩国首尔综合指数收涨0.91%,印度孟买敏感30指数收涨0.84%,泰国证交所指数收涨0.73%,马来西亚基准股指收涨0.57%。当日盘中,欧洲主要股指反弹更加明显,截至北京时间12日18时50分,欧元区斯托克50指数上涨1.63%,英国富时100指数上涨1.16%,德国DAX指数上涨1.9%,法国CAC40指数上涨1.51%。

高盛首席策略师考斯汀在最新报告中指出,目前投资者实际上并不需惊慌。美国股市此前多次出现10%以上的回调,只有极少数情况发展成熊市和经济衰退。自1976年开始,共有16次市场回调幅度达到10%,只有其中的5次临近经济衰退,而在没有伴随经济衰退的11次回调中,只有1987年发展成了熊市。从目前来看,1987年的情况不会重现,现在的环境与31年前大不相同。当下全球GDP增长强劲,金融环境仍然宽松,经济衰退的可能性远低于平均水平。

瑞银财富管理美洲资产配置策略主管德拉克指出,到目前为止,抛售集中在股市,没有影响其他市场。而随着下跌加剧,投资者将判断这波跌势是否会从技术性抛售发展到更具基本面因素的情况,届时他们的判断将更加理性,一些市场走向也将因此而出现变动。摩根资产管理指出,相对于债市而言,股市对紧张程度的“放大作用”似乎更大。

全球最大对冲基金桥水基金创始人、董事长兼首席投资官达里奥日前也表示,从中期来看,税改将推动美国股市进一步走高。现在处于黄金时期,通胀不是问题,经济增长良好,在银行、企业和投资者持有的现金推动下,市场仍有机会大幅度攀升。

## 机构依然乐观

对于全球股市,特别是直接“导火索”美股,不少机构认为目前出现了入场抄底的机会。

瑞信集团分析师在最新报告中表示,传统上来说,市场波动性飙升为美国股市提供了良好的买入机会。报告指出,历史表明,在波动性上升之后投资,往往会导致随后几个月标普500指数优于平均回报表现。在上周股市大跌之后,VIX指数从10左右的历史低点急剧上升,一度突破50,上周最终收于29.06。瑞信指出,当VIX指数升至20以上时,股市通常会在接下来的三个月里上涨约6%。

富兰克林邓普顿投资股票团队总监史蒂芬·多佛表示,虽然不能确定股市近期的波动将何时平息,但对于投资者而言目前重点是要考虑市场的基本面背景,同时切勿陷入短期的情绪波动中。他强调,目前基本面背景依然坚实。一些市场观察者纷纷为此次

突然下跌寻找解释,其中一种公认的解释是全球廉价货币时代似乎正在结束。然而多年来股票投资者已获得丰厚的回报,因此该机构认为市场调整实属健康合理,全球经济已在真实稳健地增长。拥有低债务、良好的盈利可见性、定价权及正向现金流的公司应能

在货币政策收紧及加息环境中游刃有余。虽然市场会在短期内波动,但长期内市场反映的是公司及国家的潜在基本面,消费者开支、基建、技术创新以及医疗保健创新都是全球经济发展的长期结构性推动力,相关投资值得看好。



新华社图片

# 加息是美股高位下挫的根本原因

□施永丰

上周是美国股市历史上最为动荡的几周之一。今年1月各大指数还在屡创历史新高,市场弥漫的乐观情绪进入2月后突然消失了。2月2日,道琼斯指数下跌666点,创下自2016年6月以来最大单日跌幅。在接下来的周一,道指再次大跌1175点,周四又再下挫1000多点。标普500指数一周内也三次跌破2600点的技术支撑点。在2月上旬短短7个交易日中,美股市场经历了10%的巨幅下调。美股动荡的冲击波快速传递到全球各大市场,欧洲市场经历了近2年来最糟糕的一周,香港、上海、新加坡市场也出现了恐慌性抛售。市场今年1月累积的可观收益顿时烟消云散。

美股为何出现此轮暴跌?2008年金融危机后,美股经历了长达9年的上升期,这是美国历史上最长牛市之一。上个月标普500继续屡创历史新高,其市盈率从2009年初的大约12倍上升到近23倍。持续走高的市盈率引发许多市场专家担忧日益上升的股市泡沫风险,他们认为上周经历的大幅回调其实是市场机制对泡沫风险的合理调

控。实际上,在2008年金融危机后,为拯救本国经济,美国联邦储备银行推出了一系列大幅度降息措施,把联邦基准利率在2008年底快速降至0.25%,是有史以来的最低水平。当美国经济逐步复苏后,美联储为预防可能出现的通胀风险,在2015年开始实行逐步提升利率的新举措。在利率逐步走高的新体制下,股市估值必将出现下调,这是此次美股下跌的根本原因,是市场多年累积的一次完美风暴的爆发。

另外,电脑自动交易带来的风险也是此次市场急跌的原因之一。Matt Maley先生曾经是华尔街著名券商Salomon Brothers的一位资深交易员,他亲身见证了1987年10月19日的大股灾。在去年10月的“黑色星期一”30周年纪念日,他向媒体透露美国历史上最严重的“单日暴跌23%”的原因。他认为,当时市场突然下跌,导致风险对冲交易员补充保证金不足,他们被强行平仓产生的电脑自动卖单引发了雪崩式的恐慌性抛售,导致市场急剧暴跌。2018年我们再次见证了华尔街量化分析师设计的复杂电脑交易模型带来的巨大危害,导致全球资本市场的崩溃。上周一股市

出现恐慌性抛售,美国两家最大的电脑自动交易平台,Wealthfront Inc. 和Betterment LLC因此同时出现故障。尽管有巨大的风险,电脑自动交易(robot trading)近几年依然在快速发展。据估计由人工智能控制的全球金融交易到2020年将增长到6万亿美元,目前超过一半和标普500连接的金融产品交易已由电脑程序完成。随着电脑自动交易量日益增加,它所带来的暴风雨也随之增大。

上周一当美国股市出现大跌时,恐慌指数VIX突然飙升,突破50高位。虽然上周五恐慌指数有所回落,但是2017年平静的市场已经不复存在。尽管很难预测下一个经济衰退将会何时出现,但相信市场动荡将会重演。从历史资料看,股市大调整一般会持续20至35个交易日,所以现在可能还不是抄底的时候。在动荡的市场中,风险控制变得尤其重要,并然有序地去杠杆或为当务之急。

(作者为新加坡国立大学商学院会计系及财务金融系院长讲座教授。文中观点只代表作者个人看法,并不代表新加坡国立大学。)

# 射人先射马:ETF投资中的市场指数

□一苇

## 一、股市“钻石”

很久以前有一位阿拉伯领主,为了找到他梦寐以求的钻石矿,寻遍天涯海角,几乎耗尽所有家产,最终绝望而死。多年之后,人们在他遗留下来的一片牧场里遛马,不经意间发现了一块黝黑的石头,仔细查看竟是一块钻石,并由此找到了数英亩的钻石矿。

“所有这些钻石,其实就在这个阿拉伯领主的自家后院”。先锋集团(Vanguard Group)创始人、指数基金之父约翰·博格(John C.Bogle)认为,基金经理辛苦找寻的股市“钻石”,恰恰就是人所共知的市场指数。“战胜市场的最简单同时也是最有效的方法,就是指数化投资法”。而指数化投资中最好的投资工具非ETF莫属。

ETF,中文称为“交易型开放式指数基金”,也称“交易所交易基金”或“指数股”,通过复制标的指数来构建跟踪指数变化的组合证券,使得投资者通过买卖一种产品就实现了一揽子证券的交易,兼具“交易+指数+基金”之涵义,可见市场指数是ETF投资中的核心概念。《路透金融词典》将市场指数定义为:“各种数值的综合,用以衡量市场或经济的变化”。ETF投资正是被动地跟踪指数的这种变化,并且跟踪误差的大小是衡量ETF是否具有长期投资价值的一个重要指标。

所谓“跟踪误差”,是ETF的收益率与追踪指数收益率的偏差,体现了ETF对标的指数的相对风险。一般而言,ETF投资的目标不是获取尽量高的收益,而是尽量减少ETF投资与所跟踪指数之间的收益率之差,即跟踪

误差尽量的小。即使是跟踪同一指数的ETF,由于在构建投资组合和运营时会产生一系列的费用和成本,加上人为因素等影响,使得ETF之间的跟踪误差有一定的差别。

上海证券交易所跟踪沪深300指数的ETF

基金代码	基金名称	基金场内简称	2016年跟踪误差
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	300ETF	1.65%
510310.SH	易方达沪深300ETF	HS300ETF	2.14%
510330.SH	华夏沪深300ETF	华夏300	2.69%
510360.SH	广发沪深300ETF	广发300	3.71%

数据来源:wind资讯,跟踪误差=ETF年度回报-沪深300年度回报

对于被动化指数基金投资而言,选择跟踪误差小的ETF仅仅是投资的第一步,我们更应该了解ETF所跟踪的具体指数为何物,这就相当于抓住了股市“钻石”中的真核,相当于“射人先射马”,抓住了主要矛盾的主要方面。

## 二、指数编制进化史

指数基金投资的理论基础主要有“有效市场假说”和“现代投资组合理论”。有效市场假说将市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场,这意味着股票价格可以反映市场的相关信息。现代投资组合理论认为,分散化投资可以分散投资中的非系统风险,欲在股票市场上获得超额回报,就得承受超额的风险。诸如此类的理论直接影响了指数的编制思路。

早先的指数编制采取“价格算术平均或

市值加权”的方式,便是上述经济理论在指数编制路上的直接反映。既然价格的波动可以反映市场的全部信息,设计指数时用总市值加权,便可以反映市场的信息,从而可以得到市场的平均收益。比如道琼斯指数,就是对成份股价格的算术平均,即所有成份股价格之和除以成份股数量。比如沪深300指数、标普500指数,则是基于市值规模的指数。但是由于股票市值=股价×流通股数,股价越高,市值越大,成份股的市值加权比例就越大,这样会导致价格越被高估的股票,在指数中的权重越大,使得以指数化为投资倾向的投资者更多地买进被高估的股票,而更多地卖出价值被低估的股票,从而加剧高估和低估程度。

加权指数的弊端进一步强化了人们改进指数编制的动力,于是出现了利用基本面因子计算权重的修正市值加权方法,随后基本面指数的编制蓬勃兴起。基本面指数是基于上市公司净资产、现金流等基本面财务数据进行成份股选择和指数加权的指数,打破了成份股价格与其权重之间的联系,使得基本面经济规模大的股票获得较高的权重,在一定程度上缓解了高估股票在组合中权重过高的矛盾。

另一种相对较新的指数编制方式称为主动型指数,该指数采用了动态复权的方法,权重依据股票市场的基本面数据在长期的牛市和熊市中的相对位置而决定。根据对1975年至2009年MSCI World指数的测算,主动型指数与市值加权指数和基本面指数相比,年化收益率明显提高,相对波动较大,但风险调整后收益情况却大幅领先。

## 三、指数的估值

晨星公司的创始人乔·曼索托在《股市真规则》一书的序言里提到,晨星公司是“带着分析股票的眼光进入共同基金的世界,我们开始定义晨星公司基金投资的方法”,即用分析股票的方法来分析基金。而分析股票的方法,估值是非常重要的一环。从估值的角度去投资指数基金,就需要对指数进行估值。

我们知道,指数是“各种数值的综合”,为了对指数估值,一般会根据其成份股的“估值”来进行综合。市场中的投资者都会对指数进行估值,每种估值方法不尽相同。例如格雷厄姆采取的估值策略被称为“盈利收益率法”,盈利收益率是市盈率的倒数。格雷厄姆用盈利收益率法投资股票的标准有两个:一是盈利收益率大于10%;二是盈利收益率在国债利率的两倍以上。相对应的,只要指数的估值满足这两个标准则该指数处于低估状态。如果投资指数基金的盈利收益率还不如其他低风险理财产品,则可以认为该指数处于高估状态。

还有一种指数估值的方式,被称为“历史百分位法”。所谓历史百分位,也就是把历史上指数每一天的PE(或其他因子)从小到大排名,当前交易日的PE历史排名/历史数据总数×100%=历史百分位。假设恒生指数的PE下跌到10的时候到了15%的历史百分位上,那就是说历史上只有15%的时候,PE值更低,就已经是一个非常低的估值水平。如果是创业板指数,假设PE下跌到40的时候也到了15%的历史百分位上,同样说明历史上只有很少时候PE值更低。因此可以根据指数的历史百分位选择指数基金买卖的时间。

# 超强抗跌 港手机产业链股逆市走强

2月以来,全球股指在美股重挫的冲击下纷纷走弱,恒生指数8个交易日下跌逾10.6%。而手机产业链股在市场大跌时显示出较强的抗跌性,截至12日收盘,行业龙头舜宇光学科技和瑞声科技本月逆势上涨4%和10%,当日板块个股普涨。

市场人士表示,此前因市传苹果手机出货量下调,导致该板块大幅下挫。目前板块个股显示出较好的抗跌性,也表明估值已经调整到一个合理的位置。此外,苹果公司日前财报靓丽,国产手机行业整体向好,叠加每年3月是手机新品集中发布期和年报季,手机产业链或顺势走出低谷。

## 个股“实力”抗跌

全球股市新年的狂欢模式在2月被彻底打破,美股重挫带领全球股市深度调整。恒生指数在2月的8个交易日下跌逾10.6%,恒生国企指数下跌12.25%,几乎回吐年内全部涨幅。此前因连续下挫的手机产业链股此时却表现出超强烈的抗跌性,其中龙头股舜宇光学科技2月逆势上涨4%,瑞声科技上涨10%。2月12日在隔夜美股市场出现反弹的情况下,虽然恒生指数仍然小幅收跌,但手机产业链股全线强势反弹。比亚迪电子、丘钛科技涨幅均超6%,舜宇光学科技涨超3%,高伟电子涨逾2%。高盛12日发表最新报告,预期瑞声科技仍有35%上升空间。

市场分析人士表示,手机产业链股自去年四季度以来,遇到了大幅调整,平均跌幅超20%。因为四季度手机出货量下降,加之传闻苹果产业链大幅砍单,叠加去年整个板块获机构资金重仓,年底资金结算抛压集中,导致了板块整体的深调。实际上,在这些负面因素彻底释放后,个股价值回归基本面,龙头公司有坚实的业绩支撑并且行业依然前景向好,叠加市场对年后新品的期待,相信手机产业链板块下行空间有限,反弹一触即发。

## 行业或走出低谷

虽然市传苹果表现转差,但日前苹果最新一季财报表现靓丽,为苹果产业链的供应商们带来了很大的信心。苹果2018年第一财季净营收为882.93亿美元,同比增长13%;净利润为200.65亿美元,同比增长12%。虽然销量出现下滑,但因单价提高,公司利润又创新高。苹果依然很挣钱,那么至少表示苹果产业链公司的盈利仍然有保证。最新数据也显示,手机产业链公司全年业绩预期向好。丘钛科技12日预期去年全年盈利增长100%以上;舜宇光学科技同日预计2017年净利润增长超过120%。

除了业绩向好外,供应链厂商也表示,预计今年二季度订单量将超预期。业内人士透露,OPPO在农历春节假期前向相关供应链厂商追加订单,紧急回补库存。此次追单数量相当巨大,包括加码数百万部中低端相机镜头、面板(屏幕)。据悉,这些订单预计将在3月份交付。此外,3月份后,多家手机厂商都将推出新机型,随着各大手机厂商年后新机的发布,供应链库存也会很快开始。供应链厂商也看好3月份以后业绩,因此行业或许很快迎来新的活力。

此外,以往规律显示,手机产业链也有一定的周期规律。苹果公司惯于在四季度发布新品,手机产业链年内利好兑现,股价出现下跌。而来年3月总是供应商的供货旺季,股价开始走强。市场人士表示,此前整个手机产业链的上市公司下调充分,优质公司的估值水平达到合理的区间。在利空消息逐渐释放之后,相信未来创新引导需求增长的逻辑并没有变,双摄、三摄和3D摄像头,另外5G相关的天线、射频、玻璃等产业链龙头企业,将会迎来更大的机会。(倪伟)

# 融资千亿美元 博通对高通“锲而不舍”

据华尔街日报12日报道,美国芯片制造巨头博通已获得了多达1000亿美元的债务融资用于收购高通,并计划于本周就并购交易与高通公司展开谈判。这将是两家公司首次就潜在并购交易展开谈判。

博通已与包括美国银行、花旗、德意志银行、摩根大通、摩根士丹利在内的多家华尔街机构接洽,获得了多达1000亿美元的债务融资用于收购高通。同时,KKR、CVC资本、银湖资本等私人股本机构也通过发行可转债形式,向博通提供了60亿美元的融资。

此前,博通已提高收购高通的价格至1210亿美元,这一价格相当于每股82美元,博通称之为“最好而且是最终的报价”,但该提议已在上周遭到高通的拒绝。不过,高通表示仍愿意与博通举行谈判,希望博通收购要约中“严重缺失的价值和确定性问题”可以得到解决,并探讨“可使股东利益最大化的全部选项”。

去年11月,由于心仪高通的智能手机调制解调芯片业务,博通正式宣布对高通发起收购,首次出价超过1000亿美元,遭到了高通拒绝。此次并购若能顺利实施,两家公司组建的新企业将成为芯片业巨无霸,控制智能手机生产商所需要的关键部件。(陈晓刚)

# 康卡斯特 或重启竞购21世纪福克斯

据媒体12日报道,美国电信巨头康卡斯特可能重启对21世纪福克斯公司的收购努力,21世纪福克斯去年12月拒绝了康卡斯特的收购要约,并与迪士尼达成价值524亿美元的并购意向。

报道称,在此之前,21世纪福克斯拒绝了来自康卡斯特的收购要约,而且康卡斯特当时的报价接近600亿美元,要比迪士尼的出价高出15%。迪士尼和康卡斯特竞购21世纪福克斯的资产基本相同,包括21世纪福克斯影业和电视工作室,国际付费电视资产和部分美国有线电视网络。而21世纪福克斯之所以没有接受康卡斯特的收购要约,原因是担心两家公司的合并交易将面临严格的反垄断审查,存在着被监管部门阻止的风险。

业内人士指出,康卡斯特对21世纪福克斯资产的收购接近同业垂直收购,康卡斯特本身拥有大量电视频道,此次交易会让康卡斯特获得更多的电视频道。美国政府部门已对此类垂直交易传达出警示信号。美国司法部此前已把AT&T告上法庭,欲阻止其斥资845亿美元收购时代华纳的交易。(张枕河)