

■ 基金经理的“血色”2018系列之二

绿光资本流年不利

# 对冲基金大佬艾因霍恩或亏30%

□本报记者 陈晓刚

华尔街对冲基金大佬大卫·艾因霍恩(David Einhorn)始终标榜自己是一位基本面分析的信徒。他强调,内在价值的投资方式将带来持续的绝对投资回报,但和传统的价值投资不同,艾因霍恩更关注为什么一家公司的股票会在市场上被错误定价。他心中典型的投资流程是“寻找被市场错误定价的公司,比如市场对于该公司的走向、财务状况和前景有误解,然后进行操作”。

然而临近2018年末,艾因霍恩的绿光资本公司创出有史以来最差的年度表现几无悬念。其主要基金净值在2018年前11个月下跌近28%。绿光资本执行的多空投资策略中,甚至出现了“买啥不涨”、“卖啥就涨”的左右摇摆境地。

## 做多通用汽车成最大败笔

艾因霍恩此前判断,通用汽车在2017年、2018年和2019年三年中的财务表现将十分强劲。绿光资本开始陆续建仓通用汽车股票,截至2017年第一季度末,绿光资本的持仓达到顶峰,共持有通用汽车5475.5万股。

该股从2017年5月下旬的32美元位置开始启动,当年10月下旬一度升至46美元以上。艾因

霍恩在当年第四季度减仓一半。进入2018年后,通用汽车的股价却陷入下跌怪圈,第一季度跌近11%,第二季度反弹近10%,第三季度又跌近14%,第四季度反弹逾3%。

无奈陆续减仓后,截至今年第三季度末绿光资本仍持有1488万股通用汽车股票,下降为第二重仓股。彭博数据显示,绿光资本投资通用汽车的成本约为33美元。目前该股价格仅略高于34美元。绿光资本在美股大市前三个季度涨幅如虹的背景下居然没有挣到什么钱,可谓艾因霍恩今年最大的败笔。

而第三季度末晋升为绿光资本第一大重仓股的Brighthouse金融公司更是表现惨淡。艾因霍恩在2017年第四季度末持有1100万股Brighthouse金融公司,2018年中期还进行了小幅加仓,但该股犹如断了线的风筝,牛市期间不涨,跌市期间跌得更凶,目前已创下11年以来的新低。彭博数据显示,绿光资本在Brighthouse金融公司一只股票上的浮亏就已经超过40%,接近2.8亿美元。

## 做空屡屡看走眼

艾因霍恩奉行多空投资策略,其做空的功夫在华尔街过往堪称一绝。2008年,艾因霍恩在不同场合多次宣布要做空雷曼兄弟,在这一做空操作中,有媒体报道称绿光资本大赚了约10

亿美元。经此一役,艾因霍恩在华尔街可谓红极一时,每次他看空哪只股票都会立刻在资本市场掀起波澜。2011年、2012年艾因霍恩又先后宣布做空绿山咖啡和直销公司康宝莱,均导致被做空的公司股价暴跌,成为空头教科书中的经典案例。

但是,艾因霍恩近期的做空运气并不太好。早在三年前,艾因霍恩就开始大举抨击流媒体巨头奈飞,称这是一家“一直在讲故事”的公司。据媒体透露,绿光资本于去年加入做空奈飞的阵营,然而奈飞股价在经历半年的区间震荡后,于去年年底开始一路走高,今年第一季度涨幅54%,第二季度又大涨逾30%,绿光资本被迫在第二季度初期平仓。今年早些时候,艾因霍恩还透露,自己正在做空亚马逊。而亚马逊今年前三季度大涨逾70%,又狠狠打了艾因霍恩的脸。

更令艾因霍恩不堪的是,是他今年以来做空电动车巨头特斯拉。作为特斯拉最大的空头之一,艾因霍恩一直表示看淡电动汽车市场前景,称特斯拉CEO马斯克“情绪有问题”,特斯拉的生产将“不断恶化”。做空特斯拉虽然成为绿光资本第一季度“最挣钱”的操作,但特斯拉股价在第二季度上涨29%,马上成了绿光资本在当季最大的投资败笔。第三季度,特斯拉虽下跌逾20%,第四季度以来又上涨近40%。如果目前没

有平仓,绿光资本势必损失惨重。

## 遭遇投资者撤资

艾因霍恩出生于1968年11月20日,1996年以100万美元创立绿光资本。2004年,他成立绿光再保险公司,利用保险业务获得的廉价资金,委托给自己的对冲基金管理。出道前十年,艾因霍恩的投资业绩可谓非常出色,绿光资本的年均回报率超过20%。

2008年,绿光资本在史无前例的金融危机背景下年度亏损17.6%,但第二年马上大赚32.1%。2010-2014年期间,绿光资本的年均回报率接近10%。近年来,绿光资本开始走背字,在2015年巨亏20.2%后,2016年、2017年投资回报仅为7.2%、1.5%。受业绩表现不佳影响,绿光资本近年来持续遭遇投资者撤资。据媒体披露,艾因霍恩管理的资金已从2014年的120亿美元收缩至目前的50亿美元以下。

艾因霍恩一直强调,虽然自己以“空头”出名,但绿光资本的仓位从来没有出现“净空仓”,永远是做多的仓位超过做空仓位。他还表示,美股市场目前投资环境恶劣,绿光资本会坚持固有策略,买进被低估的,卖出“不值钱”的品种。他坚信,绿光资本的投资理论仍然有效,尽管近期的结果不如意,但其投资组合会随着时间的推移表现得更好。

# 腾讯音乐挂牌 “腾讯系”上市大年收官

□本报记者 倪伟

12月12日,“腾讯系”又一明星腾讯音乐将登录资本市场,于纽交所上市。据悉,腾讯音乐预计募集10.66亿美元至12.3亿美元,发行价区间定为13-15美元,目前估值在220-250亿美元之间,这将是美国今年规模最大的IPO交易之一。

2018年是“腾讯系”公司上市大年,据不完全统计,2018年在海外市场上市的“腾讯系”公司数量高达16家,其中包括小米集团、美团、Spotify和拼多多4家市值破千亿人民币的巨头。分析人士表示,虽然腾讯系今年上市的次新股在股价表现上跌多涨少,但是腾讯公司通过投资和并购的方式获得的盈利在逐年上升,这或许成为流量见顶后腾讯的下一个战略性发展路径。

## 腾讯音乐登录美股

当地时间12月12日,以中国互联网巨头腾讯为主要控股股东的腾讯音乐将于纽交所挂牌上市。据腾讯音乐日前更新的招股书显示,该股发行区间定为13-15美元,拟发行ADS股份8200万股,募集10.66-12.3亿美元。腾讯音乐代码为“TME”,美林银行、德意志银行、高

盛集团、摩根大通、摩根士丹利等投行此次IPO主承销商。目前腾讯拥有腾讯音乐58.1%的股权,Spotify拥有9.1%,而上市后,腾讯将继续拥有腾讯音乐57.6%股权,以及透过持有腾讯音乐B股拥有61.5%股东投票权。据市场人士预计,腾讯音乐市场估值可能在220-250亿美元之间,这将是美国今年规模最大的IPO交易之一。

据招股书资料显示,腾讯音乐旗下有四大板块:QQ音乐、酷狗、酷我和全民K歌。亦有四个主要收入来源:付费订阅、数字专辑、虚拟礼物、增值会员。值得一提的是付费订阅,腾讯音乐称得上是首家成功探索音乐付费模式的公司,这是它能够在快速增长的同时保持盈利的重要原因之一。资料显示,2018年第二季度,腾讯音乐在线音乐服务的付费用户同比增长40.36%至2330万,社交娱乐付费用户同比增长33.8%至950万。在财务数据方面,2016年、2017年和2018年9月止的三年内,腾讯音乐的收入分别为43.6亿元人民币、109.8亿元人民币和135.9亿元人民币;净利润分别为0.85亿元人民币、13.2亿元人民币和27.1亿元人民币,盈利率分别为1.9%、12.0%和19.9%。

公开资料显示,腾讯音乐也将是2018年内“腾讯系”最后一家登录资本市场的公司。据

不完全统计,今年有腾讯资本的新股在港股市场和美股市场一共约达到16家之多,2018年可谓“腾讯系”上市大年。

## “腾讯系”上市大年收官

回顾腾讯最近几年的发展可以看到,其大手笔在社交、电商、出行、文娱、游戏、新零售等多个领域布局资本,公司业绩报告也一再证明了腾讯的投资业务呈高速增长的态势。今年以来,据公开资料不完全统计,在港股和美国市场提交上市申请的互联网公司有近40家,其中“腾讯系”公司有16家登录资本市场,其中包括港股市场上的小米集团、映客、美团点评、华兴资本控股、同程艺龙、创梦天地;美股市场上的爱奇艺、哔哩哔哩、虎牙直播、优信、Spotify、趣头条、拼多多、蔚来、蘑菇街和腾讯音乐。包括小米集团、美团、Spotify和拼多多4家供公司目前市值已破千亿人民币。截至北京时间12月11日收盘,剔除还未上市的腾讯音乐,腾讯参股的这15家企业合计总市值已经超过人民币10500亿元。

值得注意的是,虽然目前来看今年已经上市的15只个股中,仅哔哩哔哩、爱奇艺和蔚来3只股票相对发行价上涨,其他股价均为下跌,截至北京时间12月11日收盘,跌幅最大的趣头条

跌近73%,优信跌超40%,拼多多跌超20%,其他跌超10%的有5家,但是腾讯近年的投资业务高速增长,今年稍早时候,腾讯官方宣布的所投资公司数量“超过600家”,更有内部人士称接近750家。此外腾讯第三季度财报显示,根据公允价值计算,腾讯对关联公司(上市的和未上市的)的投资额为人民币2142亿元。截至2018年第三季度,腾讯投资企业的数量超过红杉资本,投资收益占到腾讯总利润约1/3,2016年和2017年,腾讯投资收益分别占据其利润的7%、22%,截至2018年9月底第三季度,腾讯其他净收益为人民币88亿元(约合12.7亿美元)。可见,资本的扩张已经成为腾讯目前盈利的一个非常重要的模式。

市场分析人士表示,一方面,目前流量红利时期已过,腾讯目前微信用户数增长已经非常缓慢,企业必须赶在流量枯竭之前上市套现。另一方面,腾讯在核心业务游戏遭遇下滑后,快速变现的投资业务可能也是公司的一个战略。此外,腾讯近些年对外投资带来的回报远不止于收割IPO红利。腾讯大量对外投资不仅通过强大的流量入口参股介入到各个赛道中,而且帮助腾讯支付业务的落地,因为腾讯每参与一个新赛道,就意味着微信支付有了一个新的战场。

# 程序化交易扼杀美股 机构呼吁SEC管制“机器杀手”

□本报记者 鲁秀荣

10月美股大跌时(10月初的前14个交易日中有10个交易日下跌,跌幅高达5%),高盛新任CEO所罗门就曾指出,部分抛售是由于程序化交易引起的。近期随着美股进入回调区间(标普500指数较近期高点下跌逾10%),再度引发了市场对程序化交易的警惕。

值得关注的是,1987年股灾时,SEC(美国证券交易委员会)曾阻断程序化交易的恶性循环,一定程度上遏制了股灾的影响深度。日前也有机构指出,近期美股回调是因SEC的不作为让“机器主宰了市场”,SEC应对此作出解释。

## 程序化交易放大抛售反应

程序化交易起源于美国,原理是将可量化的分析方法通过计算机编程成为交易策略,进行自动下单交易。1975年时,仅有为数不多的机构投资者通过程序化交易完成股票的投资组合交易。本世纪以来,随着交易成本的降低,程序化交易的交易量急剧增加。SEC此前发布数据显示,美国全部股票交易额的一半以上都是程序化交易。不过程序化交易正在遭遇华尔街诟

病,多家机构认为,2018年出现的多次抛售事件都是由程序化交易造成的,因为其对公布的市场数据处理速度极快,不会像人类那样花时间消化这些数据背后的意义。

高盛CEO所罗门10月18日表示,“随着市场波动性的上升,一些计算方法会迫使人们抛售(股票),市场结构的变化有时会导致市场波动,而我们需要花费大量时间考虑的事情之一就是,在过去的10年里市场结构的变化是如何影响市场活动的。”此外,所罗门指出,ETF等未曾经历严峻压力测试的被动投资产品,也起到推波助澜作用。

摩根大通日前也在一份报告中指出,量化对冲基金的自动化交易策略在提供日常交易中大部分流动性的同时,也倾向于在恐慌时期吸收系统交易的流动性。指类型和量化型基金担负着全球资产管理份额近三分之二,当市场开始出现恐慌抛售时,这些抛售可能会被程序化交易策略放大。

Jupiter资管公司的基金经理布洛奈说:“近期美股大跌,程序化交易同样引发了市场的不满,有机构指出,应管制这些‘机器杀手’。其中,对冲基金Omega Advisors创始人库珀曼日前表示,‘我觉得SEC是时候解释一下为什么

的非常具体的经济数据来产生交易信号,这会产生很大的市场噪音。算法(自动化程序)交易的每日交易量可根据单日市场波动性而变化,而且在过去几年中,这种影响变得更加明显。’

## 机构警示SEC吸取历史教训

上世纪八十年代,程序化交易已经崭露头角,然而登场后不久,其引发的恶性循环就被指控为1987年股灾的原因之一。1987年10月14日至10月16日连续3个交易日,标普500指数接连下跌,累计下跌10.1%。当年10月19日,先于美股开盘的香港、欧洲等地股市接连暴跌,美股开盘后标普500指数暴跌20.5%,史称“黑色星期一”。不过由于美国政府和美联储及时阻断程序化交易的恶性循环,并实施有效的救市措施,1987年股灾并未演变成如同1929年时的金融危机。当时,SEC引入熔断机制,当股市出现异常波动时暂停交易,以便交易者能有时间重新考虑交易决定。

近期美股大跌,程序化交易同样引发了市场的不满,有机构指出,应管制这些“机器杀手”。其中,对冲基金Omega Advisors创始人库珀曼日前表示,“我觉得SEC是时候解释一下为什么

他们还可以安静地坐下来,什么都不做,让这些算法、趋势跟踪模型对全球资本市场造成严重破坏。”他指出,他们(程序化交易)在市场上造成了巨大的波动,吓坏了投资者,明显提高了企业的融资成本,而近期股市的动荡只是市场调整的一部分,因为尚未出现经济衰退的迹象。

此外,库珀曼说,应让SEC派人解释,他们为什么取消Uptick规则。历史资料显示,从1929年的经济大衰退时期开始,美国开始实施提价交易规则(Uptick rule),此项规则提高做空门槛,即要求必须在市场价格上升的前提下才能实施做空交易,以抑制连续做空的速度。而2005年-2007年,SEC分两步取消了这个机制,目的是鼓励做空者发挥他们的正面作用。据统计,2000年之前做空占市场交易的比重不到10%,而到2008年这一比例达到40%。不过2008年金融危机时,SEC又开始实施对做空者的临时监管。

SEC发言人John Nester拒绝回应库珀曼的评论。市场分析人士指出,程序化交易对股市的影响肯定是有,但对市场波动性的影响程度难以预测,即便美国监管层有意对此进行改革,也不是短期能够解决的问题。

还有分析称,即便推迟议会表决让脱欧进程进入“拖延”模式,也存在不小的风险。瑞穗欧洲利率策略主管Peter Chatwell称,如果议会投票推迟到明年,无协议脱欧的可能性将被推高。无协议脱欧给英国经济社会造成的潜在风险,政界和机构等人士纷纷做出过“预警”。特蕾莎·梅日前曾对媒体表示,如果不就协议达成一致,无协议脱欧的风险就会增加,英国将面临着“严重的不确定性”和“非常真实的风险”。英国央行此前曾预计,若英国将遭受无协议脱欧的冲击,第一年内英镑很可能贬值25%,而未来五年的经济增长也将持续走弱,GDP最多萎缩约10%、房地产价格将暴跌30%、失业率也将飙升至7.5%,整体破坏力预计超过2008年的全球金融危机。

国际货币基金组织(IMF)也曾警告,英国若将最终无协议脱欧,不仅会让英国经济陷入衰退,还将会触发连锁反应机制,给全球金融市场带来巨大的冲击波,给全球经济稳定造成巨大风险。

议会表决被推迟的消息一出,英镑兑美元汇率急速重挫,一度跌至一年半以来的最低点。据外汇分析师预测,未来一段时间,不确定性还将继续环绕英国议会将对脱欧协议的投票,英镑料将持续震荡。“拖延”让不确定性再高企,市场很不欢迎这样的不确定性。这个方案能否成功,我们将拭目以待。”野村外汇策略师Jordan Rochester表示。法国兴业银行外汇策略师Kenneth Broux称,拖延的时间越长,英镑可能会跌得越多。

此外,消息公布后英国10年期和30年期国债收益率均短线走低,长短期国债利差出现收窄迹象,分析称这反映了投资者的焦虑情绪。瑞银英国宏观利率主管John Wraith警告称,“英国国债收益率的走势传达了一个明确的信号,就是市场认为特蕾莎·梅即使拖延了时间,她这次的磋商也不会取得让反对派满意的实质性成果,预计拖延后的投票结果也不会有什么大的改变。”

# 印度央行行长帕特尔辞职

□本报记者 薛瑾

印度央行第24任行长帕特尔(Urjit Patel)10日在印度央行官网发表公开声明表示,因“个人原因”辞去印度央行行长职务。帕特尔于2016年9月上任,距离三年任期结束还有9个月的时间。

分析人士表示,印度央行行长突然辞职,背

后折射出莫迪政府与央行在货币政策等方面分歧加剧。此前,帕特尔前任行长拉詹(Raghuram Rajan)未能连任,也是由于其与印度政府的矛盾关系所致。

印度总理莫迪一直敦促央行降低利率、实施更宽松的货币政策以刺激经济。随着印度经济增长的放缓和2019年大选的临近,莫迪政府更希望借助央行的刺激措施,恢复经济活力。而

行的监管权力等。

ICICI证券研究主管A. Prasanna表示,印度央行将于14日召开董事会特别会议,对松绑贷款要求和货币政策等细节问题进行讨论。帕特尔在这个时间节点辞职,印证了其和政府在关键议题上的分歧。有分析称,印度货币政策方面任何不确定性都将成为吸引外资的阻碍,印度央行行长的突然辞职,会打击市场投资者的信心。

# 英国脱欧进程“生变”

英镑遭抛售

□本报实习记者 薛瑾

英国脱欧协议原定于11日“闯关议会”,但英国首相预估该协议无法获得议会多数席位的支持,此前一天宣布将议会投票表决的时间推迟;同时,欧洲法院也裁定,英国可不经欧盟其他成员国同意单方面撤销脱欧计划。英国的脱欧进程又生变数,让市场对脱欧前景不确定性的担忧进一步增加。受此影响,当日英镑遭到抛售,英镑兑美元汇率一度跌至一年半以来低点。有分析称,脱欧的不确定性将继续考验市场,股汇债等资产都将承压震荡。

## 脱欧进入“拖延”模式

英国脱欧进程原定于11日迎来关键性的节点,英国议会下议院此前计划当天对脱欧协议进行投票表决,其结果将直接决定该协议能否进入立法程序以及英国接下来能否有序脱离欧盟。不过,随着反对呼声越来越高,该协议通过议会表决的概率越来越低,英国首相特蕾莎·梅当地时间10日下午宣布,推迟议会下议院对脱欧协议的表决,并在未来几日继续与欧盟就协议内容,特别是北爱尔兰边境问题进行磋商,减少其在议会面临的阻力。

此次延时表决下的磋商能否获得成果还是个未知数。欧盟相关发言人表示,当前的协议是最佳且唯一可行的协议方案,双方将不会重启谈判;欧洲理事会主席唐纳德·图斯克也表示,英欧未来将不再就脱欧协议重新谈判,但称将为推动英国议会批准脱欧协议做出努力。

首相梅暂未给出此次推迟后的表决时间点,但表示截止日期是明年1月21日。随着西方圣诞节的临近,按照以往惯例,英国议会将在今年12月20日休会,直到明年1月7日才重新开启。英国《卫报》称,新的表决时间可能定于下周,或者可能是明年1月初,而届时离3月29日正式脱欧仅剩两个多月,即使协议能获通过,留给立法等程序的时间将会非常紧迫。

此外,来自欧盟方面的另一个消息也让英国的脱欧前景的不确定性进一步增加。当地时间10日,欧洲法院裁定,只要脱欧协议尚未生效,英国无需争取其他欧盟成员国的同意,可单方面撤回其递交给欧盟的脱欧请求。欧洲法院还称,撤回脱欧请求还须经由符合本国宪法要求的民主程序,并向欧盟递交取消脱欧的书面申请,届时脱欧程序将自动终结。分析认为,这一裁定,无异于把主动权交给英国,给英国内部主张留欧、举行二次公投的人以“背书”。

## 不确定性进一步增加

英国政府最大反对党工党的领袖杰里米·科尔宾表示,现在的局面前所未见且极其严峻,特蕾莎·梅政府已经失去了对脱欧形势的掌控,完全陷入了混乱。

而分析人士指出,如果英国议会拒绝脱欧协议,更多混乱可能接踵而至。现有协议被拒后,又难以形成新的替代性方案,那么无协议脱欧