

■基金经理的“血色”2018系列之三

昔日“老债王”业绩泯然众人

□本报记者 陈晓刚

“从我自己的利益角度考虑，我的全部身家都在这里，怎么会去睡觉或是休假？”今年以来，有媒体屡屡报道称，由于今年业绩惨淡，比尔·格罗斯已经“破罐破摔”，不太关心自己的基金表现。针对质疑，格罗斯显得十分无奈。

作为驰骋市场40多年，有“债券之王”美誉的格罗斯，还没有完结的2018年实在是一场噩梦，他在今年连续遭遇暴击，管理的4只基金全部陷落，其身家也大幅缩水。

2月先遭当头棒喝

格罗斯管理的骏利亨德森全球无限制债券基金今年一整年都不太顺。2月上旬，美联储可能加快升息节奏的预期突然导致金融市场出现大幅波动。骏利亨德森全球无限制债券基金的净值在2月5日一天就下跌0.83%，2018年的回报率骤然出现负值。这是该基金净值自2016年12月30日以来出现的最大单日跌幅；同时该跌幅也创下了晨星公司追踪的64只资产超过2000万美元非传统债券基金的最差单日表现记录。

此前披露的投资组合数据显示，骏利亨德森全球无限制债券基金近四成资金投向了投资级美国债券，超过两成资金投向了高收益美国债券；在地区市场选择上，超过七成的资金投向美国市场。许多市场人士很惊讶，若按上述投资组

合，为什么格罗斯的基金会出现如此大的损失？很快，一些财经媒体猜出了答案。格罗斯的基金之所以大亏，很可能是因为他一直在做空波动性，比如卖出一些价外看跌期权，并获取一次清偿权利金，若市场能够一直保持稳定，格罗斯将获利不菲。事实上在今年2月之前，做空波动性的策略一直是美股市场上稳赚不赔的好买卖。然而，2月以来市场大起大落实在恐怖，代表波动性的VIX恐慌指数大幅飙升。格罗斯败在没有料到市场风向来了180度的大转变。

5月又逢意大利“黑天鹅”

2月初的暴亏后，格罗斯为提高基金回报率竭尽全力。从申报文件中可以看到，格罗斯将其期货风险敞口的平均水平大幅提高，并对衍生品大规模押注。一个多月后，骏利亨德森全球无限制债券基金2018年回报率再度回到正值。但格罗斯忽略了一点，投资期货以及相关衍生品确实可以大幅提高回报，但也可能造成异乎寻常的亏损。

5月29日，骏利亨德森全球无限制债券基金净值暴跌3%，又创出了大型债券基金2018年的单日跌幅纪录，投资者对此目瞪口呆。很多批评人士说，格罗斯管理的是债券基金，竟然出现如此跌势，“要么是交易完全失败，要么就是杠杆非常高”。英国金融时报撰文讽刺说，格罗斯已经完全“失去了债王的光彩”。

格罗斯随后发声，将此次暴亏归咎于自己押

注德国国债收益率和美国国债收益率之间的差距将收敛。他说，自己的策略本来毫无问题，之所以遭到重大损失“是由于意大利有可能离开欧元区而引发的美债与德债收益率差距骤然扩大的结果”，“这是那糟糕的一天和糟糕的交易的基础”。

截至6月底，美国10年期国债收益率相对于同期限德国国债的利差从三个月前的224个基点扩大至256个基点，为2016年以来最大季度升幅。骏利亨德森全球无限制债券基金被迫结束了这个亏钱的交易策略。日后提交的申报文件表明，格罗斯在这个交易策略上使用了期货加倍押注，只可惜来自意大利的“黑天鹅”翅膀扇错了方向。

2018年上半年，骏利亨德森全球无限制债券基金亏损超过2亿美元，其中利率期货一项就亏损了超过1.5亿美元。

债基欲靠股票投资翻身

上半年的惨败令许多投资者心灰意冷，骏利亨德森全球无限制债券基金连续数月遭遇赎回。到了8月底，该基金管理的资金已从去年12月底的22亿美元接近腰斩，缩水至11.5亿美元。甚至连格罗斯自己在该基金中的私人资金，也从7.75亿美元撤至不到6亿美元。

格罗斯的老板，骏利亨德森集团首席执行官迪克·威尔也说，作为以往的债市传奇，格罗斯的

表现“令人失望”，“他需要一些时间摆脱这种处境”。

7月底是骏利亨德森全球无限制债券基金今年最难熬的日子，基金年度回报一度为负7.5%。在格罗斯的努力下，基金年度回报在10月初回弹到负6.3%的水平，截至12月上旬，该基金年度回报为负5.23%。

查阅持仓情况可以看到，作为一只“债券基金”，骏利亨德森全球无限制债券基金在今年第三季度底却持有超过两成的股票资产。该基金重仓品种前四位分别是：安泰保险（AET）股票、希捷公司债、ALLY金融公司债和快捷药方（ESRX）股票。更幸运的是，安泰保险、快捷药房两只股票不仅在10月以来的美股跌市中丝毫无损，还双双走出了上扬走势，不禁令人慨叹：“债王”的“选股”能力还是不错。

骏利亨德森全球无限制债券基金2016年回报率4.98%，2017年为2.16%；目前距离2018年结束还有半个月时间，基金2018年度扭亏几无可能。昔日债券之王，如今的投资成绩可谓泯然众人。

多年前，格罗斯曾描述自己的投资生活称：“当你真的沉浸其中时，你会发现，这是一场游戏，有输有赢，每天早上都会重新开始一场战争。”然而，1944年生人，已经74岁的格罗斯毕竟已经老了，他还能适应每天早上都会重新开始的“战争”吗？（本系列完）

内部风险叠加 欧洲或迎更大挑战

□本报实习记者 薛瑾

近期，欧洲内部风险性因素频现且呈不断叠加之势。英国脱欧造成的混乱局面依然持续；意大利深陷“预算案泥潭”左右为难；法国为缓解民众抗议压力建立增加支出，或将预算赤字推升至“预警区间”；德国第一大党基民盟“换帅”，默克尔不再连任等，均让欧洲市场不断承压。据分析预计，这些风险因素带来的不确定性相互交织，欧洲未来面临的挑战或将进一步加大。

欧洲近期“不平静”

英国与欧洲“分手”的剧情最近变得越来越复杂，甚至被一些分析人士称为“彻底的混乱”。原定于11日的议会对脱欧协议投票表决，被英国首相特蕾莎·梅紧急叫停并延期，此举在英国内外和全球引发了一片舆论哗然。同时，让脱欧前景更为扑朔迷离的是，欧盟在英首相叫停议会投票当天给英国提供了一剂“后悔药”，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，无异于给“二次公投”加持砝码。

分析普遍预计，在欧洲重启谈判大门关闭的情况下，特蕾莎·梅寄希望于通过谈判获得欧洲让步以帮助协议获得议会批准的努力，基本等于走入死胡同。英国的无协议脱欧风险不仅陡增，特蕾莎·梅还可能面临来自议会的“不信任投票”，首相之位或将不保，政坛地震风险增加。

此外，深陷“预算案泥潭”的意大利，截至目前还未达成一个一致的、符合欧盟要求的赤字目标。按计划，意大利总理孔特将于当地时间12日向欧盟提交修订版预算案，但路透社报道称这个计划或取消。另据意大利媒体报道，孔特和财长特里亚推动赤字目标下降至2%，接近欧盟委员会愿意作出的让步；但执政联盟的两位副总理萨尔维尼和迪马约却态度强硬，拒绝将赤字目标降至2.1%以下。

而法国方面，日前法国因上调燃油税遭到“黄背心运动”抗议施压，马克龙政府宣布国家“进入经济紧急状态”，并为缓解局势承诺了扩大福利支出计划。分析人士认为这将让法国的预算赤字也逼近“预警”领域，可能违反欧盟的赤字率规定。

内部风险叠加

分析人士指出，除了全球经济放缓以及贸易紧张局势等外部风险，未来欧洲市场还将面对风险叠加及分化加剧等内部风险。此前，英国脱欧和意大利预算案问题是扰动欧洲市场的两个最大的不确定性因素，而现在法国也加入了这一队列。

英国脱欧若持续混乱，或导致无协议脱欧的情景，将给英国经济和全球金融市场带来巨大冲击。英国央行曾警告，硬脱欧的整体破坏力或超2008年的全球金融危机；国际货币基金组织也曾警告，无协议脱欧不仅会让英国经济陷入衰退，还将会给全球金融市场带来巨大的冲击波，将全球经济稳定置于巨大风险之下。此外，意大利政府若持续保持强硬，或将会面临欧盟的“超额赤字”惩罚，而巨额罚款，将让意大利经济雪上加霜，并可能诱发债务危机，对整个欧元区甚至全球金融市场都产生负面影响。

而当下意大利与欧盟就预算支出方面的矛盾，或许还将因为法国近日的问题激化，从而加深欧元区内部的分化。麦格理分析师预计，马克龙的政策将让法国2019年的预算赤字率升至GDP的3%以上，而3%是欧盟对成员国预算赤字的警戒线。美银美林投资策略师 Jared Woodward 称，法国目前的（约2.6%）和预期的（3%左右）赤字率都比意大利预算案被驳回时的2.4%的赤字率要高。

政界和市场人士都在观望，法国也可能违反欧盟赤字率规定，会不会给意大利与欧盟就预算赤字的谈判以新的筹码。意大利副总理迪马约称，如果欧盟规定适用于所有成员国，那法国现在也和意大利一样面临欧盟采取纪律行动的风险，并呼吁欧盟在对待法国和意大利时“一视同仁”。有分析称，由于法国和意大利财政支出的指向不同，二者的债务负担也差距较大，欧盟或可能区别对待。法国兴业银行的全球宏观策略师 Kit Juckes 预计欧盟或许能“放法国一马”。

除了上述风险，欧洲整体的经济复苏也出现了放缓。伴随着欧洲央行宽松货币政策的持续刺激，欧元区通胀率已经回升至2%以上的水平，但经济景气度却出现回落，通胀风险有所升温，经济整体复苏趋弱。DailyFX首席外汇策略师 John Kicklighter 称，如果综合考虑基本面风险和市场潜在威胁，那么欧元可以说是最具风险的资产之一。撇开持续性问题如经济增长放缓，欧元区的凝聚力也正面临着十年来最大的挑战。

汇量科技挂牌 加速抢占移动广告蓝海

□本报实习记者 周璐璐

12月12日，内地移动广告巨头汇量科技（01860.HK）以4港元的发行价正式挂牌港交所主板。该股上市首日盘中一度跌近3.8%，跌破发行价，截至收盘，汇量科技报3.99港元，跌幅为0.25%，总市值为60.6亿港元。全日成交3876万股，交易金额为1.51亿港元。

据其招股书显示，汇量科技的定位为第三方移动价值发现平台，为全球应用开发者提供获客、变现及移动分析解决方案。据艾瑞咨询发布的数据显示，以2018年上半年的变现SDK（软件开发工具包）平均DAU（日活跃用户数量）计算，汇量科技是全球前十、亚洲第二、中国第一的第三方移动广告平台。

受益程序化广告

近几年来，利用技术手段进行广告交易和管理的程序化广告兴起。程序化广告基于大数据分析，根据用户的使用时间、兴趣爱好、年龄阶层等信息将目标人群进行定向标签化，据此进行定制化的广告投放。自2016年起汇量科技将程序化广告作为战略重心，公司经营业绩有了明显飞跃。据其招股书显示，2015年至2017年，公司移动营销收入从1.58亿美元增长到3.12亿美元，年复合增长率为36.8%；公司毛利率和净利率分别由2015年的13.7%和5.2%增长至2017年的26.5%和8.7%。值得注意的是，公司程序化广告收入由2015年的1168.7万美元增加至2017年的1.144亿美元，复合年增长率高达218.2%，而程序化广告收入在总收入中的占比也从最初的不足10%提升至36.7%。

汇量科技在成立不到5年的时间里，已经发展成为移动广告营销行业的头部企业。根据艾瑞咨询的市场调研报告，就2018年上半年变现SDK的平均DAU排名计算，汇量科技是排名全球前十、亚洲第二、中国第一的第三方移动广告平台；2017年中国出海应用下载量排名前50的移动应用中，超过90%的广告主使用汇量科技的推广服务；在美国、日本、韩国、新加坡、印尼、泰国等重要海外市场中，为当地下载量排名前20的移动应用提供推广服务的广告平台中，汇量科技排名第3。此外，汇量科技还拥有强大的全球业务覆盖能力。其招股书数据显示，公司每日触达设备数量达9亿，所服务用户覆盖200余个国家。

加速抢占移动广告蓝海

随着移动互联网的日益火爆、广告主的推广热情随之喷涌，移动广告市场已经成为移动互联网领域的一片新蓝海。艾瑞咨询数据显示，全球移动应用推广支出逐年攀升，预计2017年至2022年复合年均增长率达16.2%，行业仍处于快速发展期；而程序化广告的市场规模将从2017年的273亿美元增长至2022年的690亿美元，复合年均增长率将达20.4%，这意味着程序

化广告已成为全球移动广告的新风口。

面对前景广阔的移动广告市场，已掌握程序化广告技术的汇量科技将继续加码大数据和AI技术，加速抢占这片蓝海。招股书显示，公司将持续增大研发投入，实现技术驱动业务增长。报告期内，汇量科技的技术人员占公司整体员工的比例超过49%，研发费用支出占营业收入的比率高至6.6%。另外，此次IPO所募集资金中的30%将用于提升公司的大数据、AI技术及IT基础设施；30%用于提升及改善移动广告和移

动分析平台的服务；剩余20%用于额外战略投资及收购；10%实施Glocal战略；10%用于一般营运资金。

据悉，汇量科技此前相继收购美国知名移动营销公司NativeX和欧洲知名SaaS化数据分析平台GameAnalytics，旨在整合行业资源，发挥协同效应，在内部增长的同时，也追求外延式发展。与此同时，汇量科技将继续推行“Glocal”运营模式，增强本土化服务能力并扩大全球业务网络。

“新三板+红筹”弯道超车 赴港上市需谨慎

□本报实习记者 胡雨

12月12日上午，汇量科技（1860.HK）在港交所正式上市。作为广州汇量（834299）下属子公司，汇量科技此次开创了新三板公司及其子公司在港股上市先例。近期多家新三板公司赴港上市取得明显进展，但业内人士指出，考虑到港股高企的新股破发率以及新三板公司自身发展情况，赴港上市仍需谨慎。

红筹模式上市

汇量科技此次拟发行约3.19亿股，发行价为4港元/股，其中香港发售股份数额约3188.80万股，预计募资所得净额约12.06亿港元。作为一家从事为全球的移动应用开发者提供广告及移动分析服务的企业，汇量科技此次计划将募集资金用于提升公司在大数据、AI技术及IT基础设施方面的实力，以及提升及改善移动广告及移动分析平台的服务等。

引人注目的是，汇量科技母公司是一家新三板挂牌公司。公司披露的股东结构显示，广州汇量通过其在英属维尔京群岛注册的全资子公司间接持有汇量科技94%股份，为公司控股股东。广州汇量2015年11月25日挂牌新三板，今年1月曾因资本市场长期战略发展规划需要申请从新三板摘牌，但最终遭股东大会否决，于是选择分拆子公司登陆港股。

尽管汇量科技不是首家向港交所递交上市申请的新三板子公司，但其上市速度却是最

快的。目前已10余家新三板挂牌公司宣布计划在港股上市，除汇量科技外，目前仅有君实生物通过港交所聆讯，成大生物、赛特斯等公司近期提交了IPO申请。

中科沃土董事长朱为绎指出，汇量科技上市较为迅速与公司采取“红筹模式”登陆港股有关。“红筹模式”上市不需要证监会审批，而君实生物、成大生物等公司都是通过发行H股方式登陆港股，需要证监会审批，因此所费时间较长。

而北京南山投资创始合伙人周运南表示，通过红筹模式发行上市最大优势就是上市融资较为自由，但此次分拆上市的案例在新三板不具备太大的借鉴意义。因为新三板挂牌企业如果要分拆境内子公司在境外上市，其难度和各类成本可能并不亚于A股IPO。

“新三板+H”模式升温

今年4月，港交所与全国股转公司签署合作备忘录，鼓励符合条件的挂牌公司到港交所上市，全国股转公司对挂牌公司申请到港交所发行股票和上市不设前置审查程序及特别条件。此后多家公司披露拟赴港上市计划，“新三板+H”模式逐渐升温。

临近年底，多家挂牌公司赴港上市计划取得明显进展。11月23日，成大生物发布公告称公司首次公开发行境外上市外资股（H股）获得证监会批复，公司获准新发行不超过1.44亿股境外上市外资股并在香港联交所主板上市。

11月21日，君实生物发布公告，公司在境外发行股份事项获证监会批准；此后在12月10日晚公司发布公告称11月26日香港联交所上市委员会举行上市聆讯，审议了公司本次发行上市的申请；此后公司发布《全球发售》公告，计划发行约1.5亿股股份，股份定价区间在19.38港元-20.38港元，预计公司H股将于12月24日在港交所上市。从目前情况看，计划赴港上市的新三板公司中，教育、生物医药和互联网等新经济企业是主力军，例如成大生物以及赛特斯等，但今年港股破发率高企值得注意。

安信证券新三板研究负责人诸海滨指出，供给增加之下2018年新股破发率较2017年大幅上升，大规模上市时新股定价或值得思考。

就新三板而言，市场持续低迷引发的估值下降促使越来越多企业尤其是优质企业谋求资本市场其他出路，“新三板+H”模式的出现给了这些企业除A股IPO之外另一个可供选择的方向。但周运南指出，新三板公司赴港上市能否如愿提升估值及流动性并带来财富效应，两个市场联动性如何还有待时间检验，需有多家新三板公司在港股成功发行股票并运行一段时间后才能分析出初步结果。目前“新三板+H”板块短期还不具备炒作基础。”他进一步指出，目前市场人士普遍期待首例“新三板+H”股的成功上市，其股票在港股二级市场表现能作为新三板估值和流动性好坏对比的一个最佳参照物，同时还期待“新三板+H”股有朝一日能向全流通靠拢。

中概股IPO热潮或延续

□本报记者 鲁秀丽

在腾讯音乐12日登陆美股市场后，今年已有37只中概股在美上市，远超2017年创下的最高纪录（27家），为历年来最多。市场预期2019年，中概股IPO热潮料将延续。

值得关注的是，伴随美股回调，今年下半年以来中概股表现分化，新登陆美股市场的中概股中，爱奇艺、虎牙、哔哩哔哩、蔚来等新经济公司被市场看好，而传统互联网公司跌幅明显。分析人士指出，美股近10年牛市渐进尾声，欧美长线资金看向中国市场，中概股将迎来新一轮投资机遇。

新经济公司IPO“受追捧”

高盛高华证券有限责任公司首席执行官朱寒松日前在接受中国证券报记者采访时表示，2018年是高盛中国投行业务表现最好的一年，其中募资达10亿美元左右及以上的承销业务

技公司会选择去美国上市，因为在美国，科技公司拥有更深厚的投资者基础。

此外，朱寒松透露，较为看好的项目包括生物科技、人工智能、新能源汽车等前沿科技项目，以及智能制造、机器人等改造传统制造业的新工具，他补充，谁能将工具利用好，将中国制造业提升一个档次，就必将获得市场看好。

中概股前景向好

今年以来，中概股表现分化，近60个交易日，在美上市的208只中概股中，81家公司（占比39%）跌幅超过20%进入熊市区间，仅有48只股票实现上涨（主要以哔哩哔哩、华米科技、蔚来等新上市的“新经济”公司为主），传统互联网公司、互联网金融板块跌幅明显。最近60个交易日，中国互联网金融服务、和信贷、稳盛金融分别累计下跌86.12%，74.91%和58.91%，迅雷、携程、京东等传统互联网公司也走入熊市区间（较近期高点下跌20%）。

不过目前已发布三季报的中概股中，近七成实现盈利，且估值偏低。对此多家机构看好中概股前景。

朱寒松表示，前期传统互联网中概股由于受到过度追捧，存在泡沫风险，但进入今年下半年，以BAT为首的中概股开始回调，目前已回归合理估值区间。

中信证券预期，