

□本报记者 陈晓刚

2015年上映的好莱坞影片《大空头》讲述华尔街几位眼光独到的基金经理在2007年美国次贷危机前就看穿了泡沫真相,通过做空大量获利。里面的基金经理迈克尔·巴里(Michael Burry)是唯一一个完全照搬原型的角色。影片中让人印象深刻的一组镜头是这位“大空头”会一直在一块白板上写下自己基金净值变动的情况。刚开始是-9%, 低谷时接近-20%, 最后当一切尘埃落定, 巴里昂首走出自己的办公室, 在白板上写下+489%。

本周, 这位“大空头”再度成为市场焦点。作为Scion资产管理公司的掌门人, 巴里在接受采访时表示, 资产管理巨头们通过ETF等工具大举投资, 规模非常大的公司被机构投资者“过度”被动投资并催生泡沫, 在全球范围内的小型价值股被过度忽视。

押注小型价值股

在2008年赚得盆满钵满之后, 巴里结束了为别人理财的生涯, 用自己的资金来投资。他表示, 近年来市场不易找到好的投资机会, 因为很多交易者人为制造, 不同资产类别往往齐涨齐跌。

“我有兴趣寻求的投资不是这样的”, 他说, “这几年来所发生(资产类别)惊人的连动走势是有问题的。”不过巴里强调, 在小型公司中还是有可能找到投资机会, 他特别感兴趣的是小型科技股。

虽然巴里因为做空而一战成名, 但他表示其投资的主要策略是“对被低估和被忽视的情况进行多头导向型投资。”他在某些情况下会转向激进主义, 因为“像我这样追求小型价值股的主动型基金经理”并不多, 而且他在成为公司股东后, 还会帮助公司提升对投资者的吸引力。

近日, 巴里的操作与其投资策略可谓“知行合一”。8月19日, Scion资产管理公司称已购入300万股美国视频游戏公司GameStop的股份, 成为后者第七大机构投资者。巴里随即呼吁GameStop董事会回购股份, 该股应声上涨, 截至8月底涨幅已超过25%。

同样的操作还发生在美国男装零售公司Tailored Brands上。8月20日, Scion资产管理公司致信Tailored Brands董事会称, 公司股票“被严重低估, 我们认为资金的最佳用途是股票回购”。截至8月底该股涨幅已超过20%。此前在第二季度, Scion资产管理公司加仓Tailored Brands 98万股, 目前持有185万股, 成为其第五大机构投资者。

巴里透露, Scion资产管理公司近期还增持了两家韩国小型股公司头寸, 其中一家公司是运货车和救护车制造商Autech。他表示“韩国市场有很大的潜力”, 该国的技术实力和高等教育水平很高, 但韩国股票总是很便宜。

在访谈中, 巴里强调“我偏向于在市场的无效领域中寻找具体的投资机会, 绝大多数投资机会都藏在被低估的、小型的、流动性更强的公司中, 它们通常代表平均水平或者稍微超出平均水平的企业”。

2000亿美元烟草巨头或诞生

□本报记者 周璐璐

在分开十一年后, 菲利普莫里斯国际(PMI)和奥驰亚集团(Altria)有望再次“合体”。

当地时间8月27日, 万宝路制造商菲利普莫里斯国际在其官网宣布, 正在与另一家烟草巨头奥驰亚集团(Altria)商讨通过全股票方式进行合并。

菲利普莫里斯国际和奥驰亚集团曾是一家公司, 2008年奥驰亚集团从菲利普莫里斯国际拆出并独立上市, 主要以美国市场为中心销售万宝路香烟, 而菲利普莫里斯国际则专注于海外市场的香烟销售。若合并顺利达成, 意味着菲利普莫里斯国际与奥驰亚集团在分别独立运营十一年后, 又重新成为一家公司。

据Wind数据, 截至目前, 菲利普莫里斯国际总市值为1144亿美元, 奥驰亚总市值为843亿美元。若此次合并达成, 将诞生一家总市值约2000亿美元的烟草行业“巨无霸”。

公开资料显示, 菲利普莫里斯国际是一家大型跨国公司, 既是当今世界上第一大烟草制造商, 也是世界上第二大食品制造商, 主要经营烟草、食品、啤酒、金融、房地产等业务, 其中包括世界著名的香烟品牌万宝路。

美国烟草行业在近十年间经历了一连串整合, 行业集中度大幅提升。分析人士称, 此次菲利普莫里斯国际和奥驰亚集团意图合并, 一方面是为了提升市场占有率及产品定价能力, 另一方面, 则是为了加码电子烟市场。

在宣布合并意愿之前, 菲利普莫里斯国际发布了名为(Unsmoke: Clearing the Way for Change(无烟: 变革之路))的白皮书, 白皮书指出, 卷烟正在成为过去式, 未来电子烟有望成为吸烟者的选择。

近年来, 传统烟草起家的菲利普莫里斯国际不断缩减传统烟草业务, 将发展重心放到研发新型无烟产品中。去年年末, 奥驰亚斥资128亿美元收购电子烟厂Juul 35%股权, 旨在打入电子烟市场。

巨头们为何如此青睐电子烟市场? 电子烟巨大的蓝海市场无疑是其备受青睐的重要原因。

市场研究机构Cowen发布的数据显示, 2018年全球卷烟销量同比下滑4.5%, 市场规模约为7140亿美元。据研究机构Mordor Intelligence数据, 虽然2018年电子烟市场规模仅为110亿美元, 但预计未来五年每年将以8%以上的增速增长。据P&S Market预测, 到2023年全球电子烟市场规模有望达到480亿美元。



“大空头”开金口: 小型价值股被忽视 被动投资存泡沫

不看好被动投资

由于主动型基金管理公司的高额费率和令人失望的回报, 近年来屡受到外界诟病, 越来越多的资金正在从主动型基金管理公司中流出。穆迪预测, 到了2021年, 美国被动投资的代表——指数基金规模将超越主动型基金管理公司。

对于这样的趋势, 巴里不以为然。他表示, 随着资金涌入ETF和其他偏向大公司的指数跟踪产品, 被动投资存在“泡沫”。虽然许多市场人士对大量资金涌入被动投资表示担忧, 但很少有人将其称为“泡沫”, 巴里可谓“一语惊人”。

今年夏季, 有美国学者发布学术研究称, 过去10年流入投资基金的资金超过82%流向三大指数基金管理公司: 贝莱德、先锋和道富。目前, 50只最大的股票ETF总共管理着超过1.8万亿美元资产, 在这50只最大的基金中, 只有7%的资产由三大基金巨头以外的基金管理。资金如此集中于被动投资, 在出现大幅波动的情况下可能会放大市场抛售。投资者的追捧推动被动投资快速发展, 但这个行业已经变得过于庞大, 对自身并不利。

此外, 近年来美股市场主导地位已缩小至少数几家与高科技相关的热门公司, “被动投资热潮”导致这几家高科技热门公司本已高企的股价进一步上涨, 引发外界担忧。

金融城传真

后脱欧时代英国对外贸易显雏形

□本报记者 孙晓玲 伦敦报道

在刚刚结束的七国集团领导人峰会(G7)上, 英国作为即将离开欧盟的国家, 其脱欧后的新型国家关系备受关注。新任的首相鲍里斯·约翰逊的一举一动, 传递着后脱欧时代英国对外贸易的新进展和困境。

由于地缘关系原因, 欧盟在英国对外贸易中的地位独一无二。2018年英国对欧盟出口额占英国出口总额的46%, 进口额约占54%; 2017年英国对欧盟的直接投资(FDI)为5763亿英镑, 约占英国对外直接投资总额的43.9%; 欧盟对英国直接投资为5731亿英镑, 约占外国对英国直接投资总额的42.9%。

就单一国家贸易伙伴而言, 根据2017年英国政府官方数据, 除美国稳居英国第一大贸易伙伴外, 排名第二、三、四名的单一国家分别为德国、荷兰、法国, 均为欧盟国家。欧盟国家作为英国最紧密的伙伴, 其双边贸易有不可替代的重要作用。

目前, 英欧双方没有退让迹象。按照目前形

收益率曲线添扰动 美股多空较量激烈

□本报记者 薛瑾

近段时间以来, 美股起伏跌宕, 动辄大跌大涨。衡量美股波动性的VIX恐慌指数, 更是在8月走出“过山车”般惊心动魄的行情, 市场上关于美股“长牛终结”的声音又起。

市场人士指出, 今年以来美债收益率下行趋势显著, 黄金价格走高动能强劲, 表明投资者涌入避险资产意愿增加, 风险资产遭到抛售压力加剧, 背后原因是市场对全球经济和贸易形势的担忧。

经济预期走向悲观的结果, 除直接打击投资者风险情绪, 让股票等风险资产承压, 还有较间接的对股市造成拖累, 即影响投资和消费, 随之影响上市公司业绩, 从公司基本面上瓦解股市走强的基础。

美债市场走势印证了上述担忧, “收益率曲线倒挂”现象接连出现。8月中旬, 2年期和10年期美债收益率出现十年来首次倒挂, 近日其倒挂程度一度达到金融危机以来最大水平。历史

最新披露的13F持仓报告显示, 除谷歌母公司Alphabet外, 巴里并未拥有其他高科技热门公司的股份。截至2019年6月30日, Scion资产管理公司只拥有10只美股的多头仓位, 前四大重仓股分别是西部数据、钢铁公司克利夫兰-克利夫斯、Tailored Brands、联邦快递。

“独眼独行侠”

巴里生于1971年6月, 他在两岁的时候因为癌症失去一只眼睛。小学二年级的时候, 巴里就开始学习股市方面的知识, 中学已经开始股市实战。上世纪90年代末, 巴里作为斯坦福医学院的神经外科住院医师, 经常晚上泡在投资网络论坛上发表高见。到后来, 不少专业投资基金经理都成为巴里的粉丝。最终, 一家对冲基金答应出资, 加上巴里父母和家人资金, Scion资产管理公司在2000年得以成立。巴里有着过人的专注和学习能力, 他同时也是自闭症患者, 不善言辞也不善于与他人合作, 被外界称为“独眼独行侠”。

起初, 巴里一心投入市场去发掘被低估的公司, 后来他觉察到21世纪初的全美房地产市场实在贵得离谱。经过大量研究, 巴里发现基于房地产资产的次贷资产将成为金融危机的导火线。2005年初, 他游说华尔街券商建立看空空房的信用违约交换合约(CDS), 并大量买入。

视觉中国图片

待到两年后房贷违约潮爆发后, 巴里一战功成, 大赚特赚。

被外界誉为“大空头”的巴里一直认为, 自己是个多头投资者。他说: “我的策略其实并不复杂——在某些公司快要穷途末路的时候买入, 然后再在他们情况有所改善的时候卖掉。”

至于买入时机, 巴里表示: “我本人是将技术分析和我自己的策略相结合, 也不是什么特别神奇的东西。我一般习惯在股价位于52周新低上下10%到15%的区间购买, 关键是我希望我的买入点有足够强的价格支撑。这是我跟其他投资者不一样的地方。如果一只股票(除了稀缺标的)创了新低, 大多数情况下我会选择止损。通过实行这个策略, 我从来没有遭受过严重到影响我整个投资组合的损失。”

巴里表示, 前美联储主席格林斯潘应该为美国次贷危机负责, 他应该预见美国房地产市场崩溃并及时警告美国公众。有趣的是, 虽然遭到巴里的持续抨击, 但格林斯潘一直对这位“独眼独行侠”青睐有加。格林斯潘称, (巴里)可能是市场中那些极少数“真正绝顶敏锐”的经济专家和投资者之一。

作为欧盟成员国, 英国对外贸易适用当前约40个欧盟贸易协议。一旦脱欧, 这些协议都需要重新签署。反之, 则可能按照世界贸易组织(WTO)规则进行。

根据英国国际贸易部官方数据, 当前英国已经签署的双边贸易协议为13份。一旦英国脱离欧盟, 这些协议将立即生效。这些签署国家包括智利、以色列、瑞士、韩国等。

正在磋商中的贸易协议约为20多份, 其中涵盖加拿大、墨西哥、摩洛哥等国。英国国际贸易部表示, 2018年前三季度英国贸易额1.38%的土耳其, 不会在脱欧日之前签署双边贸易协议。此外, 与日本的协议虽然在商谈中, 但也很难在脱欧日之前达成协议。

同时, 英国已与美国、澳大利亚、新西兰签署了相互承认协议, 即双方对彼此产品的质量、监督、认证等评定进行承认。

中国作为2017年英国第五大贸易伙伴, 占据举足轻重位置。8月22日, 英国国际贸易部政务次官格雷厄姆·斯图尔特访问中国称, 将加强脱欧后英国和中国的贸易关系。

出售价值6亿美元的股票, 今年以来美国企业内部人士单月抛售股票逾100亿美元已经有五个月。该机构指出, 这种趋势早在2006年-2007年也出现过, 其后不久美股便跌入熊市。分析师表示, 企业内部人士大量抛售股票, 反映出他们越来越怀疑这轮牛市还能持续多久。

也有经济学家指出, 目前收益率曲线预测经济衰退的可信度已经降低。海外“负利率阵营”扩大, 欧洲和日本长期国债收益率不少已降至负值区域, 迫使渴望回报的投资者转向美国市场, 从而人为压低了长期国债收益率。

还有分析称, 美债收益率曲线倒挂是市场预期经济衰退的结果, 并非引发经济衰退的原因。美国经济短期内陷入衰退的可能性较低。历次美国经济衰退的根本原因, 都是企业或居民部门大规模债务违约引发金融体系崩溃。当前美国家庭债务压力较轻, 企业债务压力虽大但尚可承受, 金融体系抗风险能力增强, 在失业率等其他指标出现“红灯”警告前, 对于衰退的恐慌可能为时过早, 美股短期或仍保持一定韧性。

海外观察

一热一冷反差下的中国消费迷思

□金改改

最近上海新开张的美国超市开市客(Costco)因开业遭爆买而成了大新闻。这家会员制大型超市是我在华盛顿期间间歇性光顾的超市, 我的直观感受是, 开市客是专门为特定美国消费者量身打造的超市真的会在中国持久火下去吗?

开市客的最大特点就是大, 超市又大又高, 类似于宜家自提区。从购物车到商品都巨大无比: 矿泉水至少24瓶一箱包装, 卫生纸也是五六十卷一包, 牛奶多是4升装的大桶, 硕大的可颂一盒有十几个……

在开市客购物得有好体力, 得有大车, 家里得有大房子, 人丁还得兴旺。否则, 东西买完没法运, 运回家也没地儿放, 有地儿放也吃不完……开市客的目标消费群体就是开大车、住大房子、人口多的美国大家庭。这些家庭通常一个礼拜购物一次, 每次购物全家出动, 知道的以为是购物, 不知道的还以为是在搬家。

开市客这样的超市最大好处是东西便宜, 包装大自然单价就低, 相当于“团购”。但缺点是品质未必上乘, 因为量大保质期就必须长, 各种添加剂也就得多。比如4升装的牛奶, 塑料包装很粗糙, 还记得我第一次在开市客看到牛奶时, 竟然以为是白油漆。

这样的超市, 显然不适合我这样的消费者, 除了买矿泉水、卷纸和啤酒等可以长期存放的东西外, 日用品几乎不会在开市客购买。有一次因为贪便宜买了一盒可颂, 结果分给三四个同事都没能在保质期内吃完, 算是领教了贪便宜吃大亏的道理。

但美国的好处在于, 不同需求、不同消费阶层都可以找到各自对应的消费场所。我在美国去得最多的是Whole Foods, 每周至少三次。

开市客是工业风, 商场像是个工业仓库, 商品也像是待搬运的工业产品。而Whole Foods则是温馨的家庭风, 进门就是鲜花和有机蔬菜水果, 店里弥漫着花香和咖啡香。全店基本都是小包装的有机新鲜商品。东西要有机健康, 必然保质期短, 添加剂少, 所以每次只买一两天的份额, 一个小纸袋或小布兜就能装下。当然, 代价就是东西贵。

在Whole Foods和开市客, 你所见到的顾客也大不相同。开市客里白人、亚裔、非裔和拉丁裔等各色人等混杂, 他们的衣着、体型、语言也都各异, 在排队结账时经常能看到不同肤色的人们说着很多种我完全听不懂的语言。而在Whole Foods则是白人居多, 并且不管什么肤色的顾客, 大都身材苗条、着装得体。

可见, 开市客和Whole Foods基本是服务于两个不同的阶层, 前者主要服务于生育率较高、对价格更敏感的中低收入阶层家庭; 而后者则服务于对品质要求高、价格敏感度低的中高收入家庭。

不同收入阶层的家庭有着不同的消费需求和消费文化, 一些人可能为了省钱不那么在乎商品和服务的品质, 另一些人则可能非常在意购物环境和售后服务。这就是为什么华盛顿的富裕家庭几乎不会去通宵排队参加“黑色星期五”的打折抢购, 而是倾向于去M街的品牌店安心挑选商品。

上海的开市客之所以开业遭爆买, 原因只有一个: 便宜。地方媒体去现场做了价格比较, 很多商品不仅比官方指导价便宜, 甚至比京东、天猫旗舰店便宜, 因此很多人甚至通过倒卖商品来赚钱。

问题在于, 一旦折扣优惠取消后, 中国消费者是否还会继续爆买? 毕竟, 上海有多少消费者是开大车、住大别墅、家庭人丁兴旺、一个礼拜全家一起购物一次的呢?

虽然开市客开市客赚足了眼球, 但就在两个月前, 就在上海, 连续亏损七年的日本高端商场高岛屋宣布难以为继。如果不是因为上海市区两级政府介入降低了房租, 高岛屋已经在八月底就关门歇业了。

让日本经营者搞不明白的一点是, 为什么在东京爆买的中国消费者不愿意在上海高岛屋消费? 日本亚洲通讯社社长徐静波观察到: 一位朋友在高岛屋做管理干部, 他说经常看到这样的风景: 顾客试穿试用之后, 拍拍屁股就走了, 还没有出门, 就已经掏出手机在网上下单了。

高岛屋的冷清和开市客的火爆, 原因是一致的, 因为中国消费者的价格敏感度较高, 且中国尚未像美国一样, 形成不同的消费阶层, 并发展出各自成熟的消费文化。

中国收入上的中产阶级, 未必是生活上的中产阶级; 和美国、日本不同的是, 中国的中产阶级, 除了住更贵的房子、开更贵的车, 生活品质并未见得更高。他们并不愿意为购物环境、体验和售后服务花费更多, 他们也没有养成对有机绿色食品、高端日用品的消费习惯。

无论是开市客还是高岛屋, 所代表的都是一种特殊的生活方式和消费文化, 他们不能长久在中国发展下去, 要看中国未来是否发展出来类似的生活方式和消费文化。