

2019年标普500创出新高，上涨29%，但部分机构大佬纷纷折戟。资产管理规模达1600亿美元的全球头号对冲基金——桥水基金旗舰产品纯阿尔法策略（波动率18%）亏损0.58%；杜肯资本创始人、前索罗斯操盘手Stanley Drunkenmiller收益率勉强超过10%，显著跑输标普500指数；巴菲特坐拥巨额现金，却找不到投资标的，旗下伯克希尔·哈撒韦股价全年上涨11%，不及标普500指数同期涨幅的一半。

是市场的逻辑已变，大佬们没有踩对节奏，还是市场忽视了经济信号？



新华社图片

标普500频创新高 投资大佬业绩不佳 市场忽视了什么信号

□本报记者 吴娟娟

桥水走下“神坛”

1月14日，桥水基金联席首席投资官Greg Jensen 唱多作为避险资产的黄金。Jensen在接受英国金融时报采访时表示，黄金可看到2000美元/盎司，而当时黄金报1550美元/盎司，也就是说，Jensen认为黄金价格还可上涨30%。

他解释，这背后的逻辑一是地缘局势紧张，美元的吸引力下降，黄金作为避险资产的吸引力上升；二是全球央行竞相宽松，而降息等宽松货币政策周期一旦开启便很难回头。美联储将等到通货膨胀水平显著上升之后才可能实施紧缩的货币政策，预计接下来通货膨胀会逐渐攀升，这也利好黄金价格走势。

事实上，欧美市场央行竞相降息。据摩根大通数据统计，2019年一年内全球49家央行总共降息71次。Jensen说，也不排除美国为了避免经济衰退，也将利率降到零。

Jensen表示，他对美股表示谨慎，认为目前市场有泡沫化的倾向。

这说法似曾相识。

2019年，桥水多次对美股或美国经济发出预警。例如，2019年4月，桥水发布研究报告称，美股会下跌40%。桥水的研究报告认为，美国企业利润增长不可持续，而没有持续的利润扩张，美股（股价）将会比当前低40%。

而事实是，2019年标普500上涨了29%。

2019年桥水也为它的悲观付出了代价。

记者从机构人士处获取的桥水旗舰基金纯阿尔法策略（波动率18%）数据显示，该基金2019年亏损0.58%。这是自2000年以来，纯阿尔法策略（波动率18%）表现最差的一次。2000年互联网泡沫正酣，纯阿尔法策略（波动率18%）当年亏损7.88%，这是纯阿尔法策略表现最差的年份，不过，当年的亏损幅度也远小于同业。而在金融危机肆虐的2008年和2009年，这只基金录得了9.41%、1.93%的正收益。在金融危机中取得正收益的机构屈指可数，机构投资者认为这显示了桥水超强的防御能力。防御能力对于主权基金、养老金尤其重要，纯阿尔法策略因此也被大机构追捧。据媒体报道，2008年桥水基金规模大幅增长。

看重防御能力，并不意味着机构可以舍弃收益。尤其对于养老金来说，它的负债端相对稳定，投资收益需要达到一定的水平才能在一个比较长的时期内满足养老支出。但是，自2012年以来，这只基金收益乏善可陈。2012年至2019年，这只基金年收益分别为0.79%、5.22%、3.53%、4.67%、2.36%、0.81%、14.55%、-0.58%。这令加州一家小型养老金机构不堪忍受，它在2019年赎回了基金。

郁闷的股神

事实上，2019年郁闷的不只是桥水基金，价值投资者巴菲特也很郁闷。

擅长淘便宜货的巴菲特发现，市场上已经没有便宜货了。在欧美央行宽松的货币政策下，近乎免费的资金流向市场，资产价格“坐上火箭”。

全球技术产品和服务分销商Tech Data公司2019年11月27日发布公告称，已同意被阿波罗全球管理以每股145美元的价格收购。同日，私募股权投资机构（PE）阿波罗全球管理公告表示，Tech Data曾于11月23日收到了一位未具名竞标者的“更高级提议”，这促使阿波罗提高了报价，其最初的报价为每股130美元。

据了解，巴菲特也曾向Tech Data伸出橄榄枝，不过在阿波罗全球管理等机构将价格抬升之后收手。

2019年11月初，伯克希尔·哈撒韦向美国证监会（SEC）提交的文件显示，公司坐拥1280亿美元创纪录的现金储备，此次竞购正是尝试将其付诸使用的努力之一。尽管巴菲特仍在四处寻觅可买资产，但他仍拒绝接受过高的价格。

历史似乎在重演。

2007年，在每年一度的股东大会上，一位投资者问巴菲特如何看私募股权基金疯狂抢筹推高标的价格。巴菲特半开玩笑地回答：“我一边听你说，一边要哭了。的确，我们看中的很多标的都被这些私募股权机构抢走了。”当时，巴菲特在回答中还提到，私募股权机构倾向于快速投资，因为基金不投完就很难进行下一轮融资，而他作为价值投资者则是希望永远陪伴企业的。

与2007年、2019年的谨慎形成鲜明对照的是，2008年巴菲特在金融危机的风暴中高调买入美股。

2008年下半年，恐惧笼罩着华尔街。10月1日，标普500指数跌破1000点，收于968.8点，而2008年1月1日标普500则为1378.76点。10月16日，巴菲特在纽约时报发表题为《我正在买入美国》的文章说，现在金融世界一团糟，并且金融的问题渗透到经济领域。短期之内，失业率会上升，商业活动会受阻，报纸依然会充斥着恐怖的标题。尽管如此，他正在买入美国股票，并且在用他的私人账户买，此前这个账户里只有美国政府债券。如果股票价格一直这么有吸引力，除伯克希尔股票之外，他的个人资产会全部投到美国股票里。

巴菲特说，就是要在别人恐惧的时候贪婪。毋庸置疑，尽管经济从危机里复苏还会面临很多波折，但很多主流美国公司接下来5年、10年、20年的盈利会创出新高。

但2019年，伯克希尔公司的A类股票价格上涨11%，远不及同期标普500涨幅。

当桥水基金、巴菲特等机构或大佬都选择防御时，到底是大佬错了，还是市场忽视了一些信号？

复杂的信号

部分业内人士将桥水和巴菲特2019年的防御理解成为：他们过去从防御能力中收益颇丰，所以仍然习惯于防御，但是欧美央行宽松的货币政策导致股票市场牛尾拉长，此时他们的防御能力反倒成为他们的枷锁。

但这似乎低估了这些机构或大佬。

桥水基金此前预测美股将下挫40%的一个依据是美国企业盈利堪忧。一旦市场意识到美股盈利难以达到预期，美股可能会重挫。事实上，其他很多机构也都看到了美股盈利问题。

2019年澳大利亚第二大资产管理机构——安保集团动态投资部主任纳达尔纳艾米曾对记者表示，美国公司的盈利很令人担心。因为企业包括工资在内的支出没有下降，而企业的营收未见显著增长。收入不增长，支出不下降，盈利增长承受压力。

这也得到数据印证。美国商务部下属的经济分析局2019年12月20日发布的数据显示，2019年三季度美国企业利润较上一季度下降0.2%，而此前预估为增长0.2%。其中，美国国内非金融公司的利润下降0.5%，美国国内金融公司的利润下降1.1%。

此外，美国企业的债务问题是另一个显而易见的问题。全球最大的资产管理机构贝莱德2019年10月发布研究报告指出，目前全球市场的投资级债券规模总额达到10万亿美元，而2001年初，这一数值仅为2万亿美元。就美国而言，截至2019年一季度末，美国公司债券规模占GDP比例已经达到47%，达到2009年以来最高水平。金融危机以来欧美央行长期的低利率，降低了企业融资成本，企业疯狂发债，债务规模高企。尽管目前的低利率或负利率减轻了企业的偿债负担，但债务问题依然是困扰美国经济以及金融市场的一个隐患。

市场也并没有对这些信号视而不见。

基金研究机构晨星在最近发布的一项研究报告中指出，尽管2019年美股大涨，但全年来看，基金投资者还是把票投给了债基。2019年，美国股票基金（投向美股）净流出413亿美元，同期应税债券基金净流入4139亿美元，创历史新高。此外，2019年货币市场基金净流入也达到2008年以来的新高，净流入达5474亿美元。部分业内人士认为，货币市场基金强力吸金，表明市场中仍有相当一部分投资者是比较谨慎的。

问题在于，在全球低利率、欧美央行齐放水

桥水收益与标普500指数回报比较		
年份	桥水纯阿尔法策略（波动率18%）基金（%）	标普500指数（%）
2019	-0.58	29
2018	14.55	-6.59
2017	0.81	18.74
2016	2.36	9.84
2015	4.67	-0.73
2014	3.53	11.74
2013	5.22	29.6
2012	0.79	13.29

注：桥水纯阿尔法策略（波动率18%）基金收益数据由机构提供；标普500年度回报未考虑分红再投资

的环境下，对于股价而言，企业盈利等基本面的信息有多重要？2020年1月，摩根士丹利多资产首席策略师Andrew Sheets说，基本面数据仍然会起作用，尽管2019年美股大涨与企业盈利几乎没有什么关系，但是拉长时间来看，2010年1月1日至2019年12月31日，标普500企业盈利平均增长了169%，新兴市场国家企业盈利平均增长了28%。这是过去10年美股表现优于新兴市场的一大原因。不过，2020年美国企业盈利可能会落后其他市场，这将反映在股价上。

Stanley Drunkenmiller曾帮助索罗斯成功狙击英镑。Drunkenmiller在2010年关闭自己的基金之前拥有30年连续正收益的纪录，以善于从央行的错误中获益闻名。而2019年，杜肯资本收益勉强够上两位数。“我做了正确的决策，但是注下得比较小，因为我有些害怕。”Drunkenmiller接受采访时说。他一年前预言全球股市已经进入熊市，随后美股却一路上扬，创出新高，Drunkenmiller后来承认自己大错特错。2019年12月他在接受彭博采访时依然表示困惑，完全不知道将来央行政策走向何方。

先锋领航集团亚太区首席经济学家王黔表示，政策不确定性是美国市场面临的主要风险之一。

业内人士认为普通投资者在三根阳线改变信仰之后，也许需要看到大佬们的迟疑。

橡树资本创始人霍华德·马斯克在最新一期投资备忘录中指出：“当我们从概率的角度考虑问题时，我们不太会仅仅因为负面的结果就判定原有决策出错，因为我们会认识到决策本身可能应该是好的，但只是运气和/或不完整的信息（以及样本大小）干扰了结果。”

大佬折戟也许是时运不济，也许是被改变了的市场逻辑抛在身后。不过，不到最后，我们也许难以确定答案到底是哪一个。