

# 富达集团遭遇评级调降困境

□本报记者 高健

美国第二大共同基金集团富达投资集团近日遭遇重大打击：该集团的评级在本月初遭到知名评级机构穆迪投资者服务公司的下调，原因是其管理的基金资产规模在美国共同基金市场中所占比持续降低。

更糟糕的是，尽管富达集团试图通过岗位调动的方式转移业务重心，但员工流出地的地方政府却表示强烈质疑，甚至可能因此与富达对簿公堂。

## 或失“A2”评级

根据穆迪4月2日发布的报告，该公司将富达投资集团的高级非保障债券发行人评级前景由“稳定”下调为“负面”；但目前的评级水平仍保留为“A2”，以显示富达集团在美国共同基金市场上依旧强势的地位及高度多元化的投资回报来源。

穆迪副主席兼共同基金经理分析师达格马尔·席尔瓦指出，下调穆迪评级反映了富达集团共同基金近期持续的低迷表现，特别是其旗下的多只旗舰基金去年的投资表现不佳及整体资金流失，更是令穆迪对富达的投资回报前景难言乐观；席尔瓦预计，富达集团将在未来一段时间内进一步损失其市场份额，而这又将令其失去“A2”评级。

席尔瓦还特别强调，富达集团此前在全美共同基金行业中的零售经纪



新华社图片

等细分市场中处于领先地位；但现在，该集团在相关业务领域中的市场份额流失速度甚至超过了整体业务。

此外，席尔瓦表示，富达集团在私募股权、房地产开发、电信、建筑供给等方面的一系列投资举动，也对该集团的整体盈利状况施加了巨大压力，因为这些投资与富达的核心业务关联性不强，容易造成集团盈利水平的波动和资产负债表的风险上升。根据穆迪的说法，富达集团的核心业务是向个人及机构投资者提供金融及投资管理服务，这也是该集团能够成为美国共同基金行业巨头的重要基础。

对于穆迪的评级下调举动，富达集团发表声明称，“很高兴看到自身的‘A2’评级得到了穆迪的确认”；该集团强调，其去年的集团运营收入达到了29亿美元，较2009年的25亿美元高出了17%，这也使2010年成为富达历史上表现最佳的年份之一。数据显示，截至2010年12月31日，富达集团所管理的资金规模约为1.6万亿美元。

## 岗位转移阻力大

事实上，富达集团更愿意强调自身未来的业务及相关战略问题。该集团声明指出，富达向投资者提供的业

务策略和服务将会继续下去，以集团长期业绩和市场地位为重要诉求的大规模投资也不会停止。

上述表态表明，富达集团在总体业务开发战略和业务规模上的变化不会很大，但这并不意味着该集团的业务地域分布也会“以不变应万变”。3月中旬，富达集团正式寻求将其在马萨诸塞州的100个岗位转移到新罕布什尔州和罗得岛州。

然而，计划尚未实施，便遭到了马萨诸塞州参议员、美国国会参议员岗位监察委员会主席马克·蒙蒂格尼的强烈反对。后者在4月7日公开表示，富达集团转移岗位的举动，实际上是在获得了马萨诸塞州政府给予的税收减免优惠后，又单方面撕毁与州政府达成的协议，富达集团将会因此受到严厉的惩罚”。目前，蒙蒂格尼已决定在4月29日发起听证会，来具体探讨富达集团岗位转移意图所可能引发的严重后果。

美国媒体指出，富达集团在“后危机时代”连续犯下战略性错误。一方面，该集团将重点放在了业务拓展而非投资回报获取上，丧失了通过降低投资成本来获得更多市场份额的机会；另一方面，富达将岗位转移作为摆脱眼下困境的途径之一，依旧未能在经历危机后及时巩固盈利基础。由此判断，富达集团市场份额流失的趋势，短期内将难获改善。

## ■他山之石

### 债券型ETF

#### 满足保守投资需求

□Morningstar晨星(中国)研究中心 车小婵

国内首只债券指数基金——南方中证50债券指数基金发行，开创了国内采用LOF模式发行纯债基金的先河，债券型ETF的出现也将指日可待。我们不妨将眼光投向海外业已成熟的固定收益型ETF市场，简要了解其发展脉络与产品特性。

国际上，债券型ETF起步晚于股票型及其他ETF。2000年底，互联网泡沫破灭后，Barclays（巴克莱）推出了首只固定收益ETF基金。据BlackRock统计，虽然其资产规模远不及股票型ETF，但自2006年起平均增长率超过六成，尤其在2008年金融危机期间规模有高达70%的成长。截至2010年底，全球共计有366只固定收益型ETF，总资产规模达2090亿美元，占全球ETF市场总额约16%。其中规模最大的一只iShares ETF家族的巴克莱通胀挂钩债券指数基金（iShares Barclays TIPS Bond），截至今年3月底，其资产规模已达198亿美元。

同大宗商品及股票型ETF类似，债券型ETF追踪债券指数，采取被动式的指数化投资；投资者享有分红与资本利得的税收优惠，同时其还具有交易便利、费用低廉、管理透明等ETF所共有的优点。众所周知，债券（特别是中长期企业债）具有流动性差的特点。因此在投资策略上，债券型ETF通常通过投资于指数中资本规模最大、流动性最强的债券品种来实现对指数的模拟复制，降低跟踪误差，保持高流动性。

全球债券型ETF按照其跟踪指数的成份债券期限可分为短期（1至3年）、中期（3至7年）及长期（10年以上）；按照成份债券发行人可分为国债、地方债（市政债券）、公司债、新兴市场债券等；另外也有按不同投资目的设计的抗通胀型、杠杆型及反向追踪指数的放空型ETF等。投资者可依其偏好与风险承受能力进行匹配与精细化选择。债券类ETF交易便利，交易成本与年度管理费率低廉，使其成为投资者充分利用短期闲置资金的优选。然而，对于长期投资而言，债券型ETF更适合作为投资者固定收益组合的补充性配置，约占固定收益投资总额的10%-30%为宜。

利率风险是固定收益类ETF投资者面对的主要风险，修正后的平均久期(modified average duration)是业界衡量债券类ETF相对于利率变化敏感性的主要指标。在通胀预期高涨，利率进入上升周期时，并非所有的债券型ETF都如普通债券基金一样受到较大影响，投资者可选取短期国债ETF或通胀挂钩债ETF避险，同时维持稳健安全的资产配置。同时，投资于公司债（特别是高收益的垃圾债券）与新兴市场债券指数所带来的违约风险也不容忽视。另外，公认的最佳ETF通常是进行被动的选择和市值加权，这类标的的选择与加权方法能做到百分之百透明，是投资者的最优选择。

## ■明星经理

# 大卫·埃因霍温：扳倒雷曼的空头 猎手



□本报记者 杨博

大卫·埃因霍温（David Einhorn）的外表与他在投资界的经历颇有些不符：刚过不惑之年的他看上去朝气十足，但事实上，这位“空头将军”已经凭借在金融危机中扳倒雷曼兄弟的赫赫战绩，成为华尔街最有影响力的基金经理之一。

如今，作为对冲基金中的佼佼者——绿光资本(Greenlight Capital)的创始人和董事长，埃因霍温依然用他敏锐的投资嗅觉在一一线寻找机会。在他看来，当前的市场环境下，寻找做空的股票要更容易一些。

## “空”袭雷曼兄弟

埃因霍温出生于1968年，在康奈尔大学就读期间，他以全优成绩获得了人文与科学学院学士学位。1996年，年仅28岁且毫无投资业绩记录的埃因霍温从亲朋好友手里筹集到90多万美元，创建了绿光资本。至金融危机全面爆发前的2007年，绿光资本年平均回报率高达22%，且12年中从未出现负收益。12年间，绿光资本的规模也迅速膨胀至50多亿美元。（杨博）

不过，2008年绿光资本与大多数同行一样，未能逃出金融危机的劫难，以17.5%的亏损终结了不败战绩。但不得不提的是，其间埃因霍温凭借大举做空贝尔斯登和雷曼兄弟，狂赚10亿美元，大大弥补了绿光资本因做多其他股票而带来的巨额亏损。

早在2007年7月，埃因霍温就从法国巴黎银行冻结旗下三只次级贷款基金的事件中嗅到一丝不祥的预感。他当时判断，次贷危机的严重程度可能远远超出预期。基于这样的大胆判断以及精心筛选，埃因霍温开始利用旗下基金资产做空当时位列全美五大投行榜单上的贝尔斯登与雷曼兄弟。

埃因霍温认为，贝尔斯登和雷曼兄弟一类的投行都存在资本不足、在担保债务凭证(CDOs)上的风险敞口太大等问题。半年后，贝尔斯登轰然倒下，印证了他的判断，这也令埃因霍温进一步坚定自己的立场。自此，他不但公开对雷曼的财务数据提出质疑，更高调公布自己的每一次做空行动。

此前，时任雷曼兄弟首席财务官的埃林·卡兰曾与埃因霍温进行小范围的讨论，试图向后者解释雷曼的财务问题，但结果适得其反。卡兰在某些问题上的含糊其辞让埃因霍温进一步认定，雷曼兄弟存在严重的财务问题。

4个月后，雷曼兄弟步贝尔斯登后尘，申请破产保护。尽管未能帮助绿光资本续写无亏损记录的辉煌，但“空”袭雷曼的赫赫战绩却让华尔街见识到了埃因霍温的胆识与魄力，也让这位刚满40岁的基金经理一夜间声名鹊起。短短一年后，埃因霍温宣布收复金融危机期间的全部损失，并以32.1%的年收益率为2009年画上完满句号。也正是

这一年，埃因霍温入选全球金融最有影响力五十人。

## 寻找“误读”公司

扳倒雷曼兄弟只是埃因霍温一系列“空袭”行动中影响最大的一个，事实上，早在2004年他就曾因做空美国联合资本公司（Allied Capital）而大获其利。只不过，直到今天，埃因霍温与联合资本公司之间仍在就这些做空交易的合法性问题存在法律纠缠。

不久前，埃因霍温将这段不同的经历写成一本书——《一路骗到底》。在书中，埃因霍温将联合资本公司视为市场趋势的一个缩影，他指出，这只是冰山一角，这类公司令人怀疑的伦理、哲学和商业实践比我预想的还要普遍。我们的国家、我们的经济正在为此付出巨大代价。”而依照埃因霍温在书中的承诺，绿光资本在2009年9月将通过做空联合资本公司获得约700万美元利润捐赠给三家慈善机构。

如今，埃因霍温已然成为华尔街做空交易的代名词，但实际上他执掌的绿光资本公司更擅长的是做多并长期持股。只是在埃因霍温看来，当前市场环境下，寻找做空的股票比选择买入持有的股票要容易一些。

在埃因霍温看来，做空一家公司与做多没有太大的不同，二者都是寻找一个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。他认为，投资者可以通过一些公司的行为，看出公司是否存在潜在问题。比如管理层不直接回答问题，或者一家企业传出负面消息，而企业对发布消息的媒体进行非常糟糕性的评论时，通常都是一个信号，表明企业可能存在一些其他问题。