

海外观察

巴菲特如何在恐慌中把握投资良机

□刘洪

暴跌难免有恐慌，恐慌必然有踩踏。在2008年国际金融危机期间，面对道琼斯指数断崖式下滑，见惯了资本市场大风大浪的巴菲特，都感到了一丝恐惧。记得当时他曾对媒体这样说：“我感觉这是我从来没有见过的景象，美国公众和国会都没有完全领会问题的严重性；我想，我们眼前真的是万丈深渊。”

“万丈深渊”的一个具体例证，是一次在朋友生日宴会上，不少客人询问巴菲特，他们投资的货币市场基金是否安全。这立刻引起了巴菲特的高度警惕。长期起来，货币市场基金都是投资安全的代名词，但现在连这个地方也掀起了波澜，这说明市场信心已到了何等危急的时刻。

巴菲特当时的评价是：当开劳罗斯的人们都在为自己的财产而担心时，你就知道出麻烦了。”

危机还在发酵中，不断有美国金融企业破产倒闭，但在巴菲特看来，随着美国政府一系列庞大救市措施的出台，美国股市似乎也到了该克服恐惧的最佳时候了。

事实上，在当时的市场情况下，坐拥数百亿美元现金的巴菲特，更是各大公司求助的对象，其中就包括高盛集团。在当年华尔街五大投行中，第五大投行贝尔斯登被摩根大通收购，第四大投行雷曼兄弟走上破产不归路，第三大投行美林公司则卖身给了美国银行，摩根士坦利则获得了日本三菱日联金融集团的注资。作为华尔街头牌的高盛要想生存，也必须寻找更多资金援助。

当年9月23日，巴菲特旗下的伯克希尔哈萨韦公司入股高盛集团。按照双方达成的协议，巴菲特向高盛注入50亿美元，将得到相应的优先股，股息率为10%；另外，巴菲特还获得认股优先权，有权以每股115美元的价格再收购50亿美元的高盛普通股，该价格较当天高盛收盘价125.05美元低8%。

投资高盛之后的一个多星期，巴菲特又与另一家美国支柱性企业——通用电气达成协议，他出资30亿美元购买通用电气的优先股，股息率同样为10%，同时他获得通用电气30亿美元普通股的认购权证，行权价也低于当前价格。

巴菲特赚了钱吗？至少在华尔街惊涛骇浪的那几个月，“股神”真未必料事如神。在巴菲特进行这两笔大投资时，道琼斯股指还在10000点上方，但到2009年3月份，股指一度跌到了7000点下方。惨烈的跌幅，让巴菲特损失惨重。

按照伯克希尔哈撒韦公司公布的年报，在金融危机最猛烈的2008年，该公司每股账面价值下降了9.6%，为巴菲特1965年执掌该公司以来的最大跌幅。

2009年4月，由于股市持续下跌，穆迪公司一度取消了伯克希尔哈撒韦公司的AAA评级。这导致该公司股价再次大幅受挫，从2008年9月出手至高盛至2009年年底，伯克希尔哈撒韦公司整体市值下跌了约30%，这是巴菲特前所未有的走麦城的经历。

巴菲特似乎失算了。他后来自嘲说，如果他等到2009年3月市场触底时才动用他的现金，他就会大赚一票了。当时的一些美国分析师也揶揄说，“或许这是这位先知换个新水晶球的时候了”。

但风物长宜放眼量，作为价值投资的提倡者，巴菲特不是赌徒，他不欣赏“快速快出”和“赚一票就走”，他看重的是这两家美国公司的长远发展，而事实也证明了他的判断。

他对高盛两笔总共100亿美元的投资，50亿优先股等同于借款，早涝保收，但10%的高利率，使巴菲特每年即可获利5亿美元，计算下来，每天可获利137万美元，按照巴菲特自己的说法，每当秒针“滴答”一声，高盛就要付给伯克希尔15美元。

但更大的收获，无疑是对高盛的认股权。随着恐慌逐步得到缓解，美国股市也开始回升，到2010年初，高盛的股价已反弹至170美元，巴菲特通过行使认股权获得了丰厚的收入。他对通用电气的投资，同样受益匪浅。

巴菲特后来总结说：“我犯了很多错误。我没有利用混乱带来的机会实现收益最大化。但最终，结果还算差强人意。”

更关键的是，巴菲特在金融危机最嚣张时的果断出手，一定程度上鼓舞了其他投资者，对市场稳定有着莫大之功。这也体现了巴菲特作为美国超级富豪的大局意识和责任意识。这使得他在总体形象不佳的美国富人圈，一直是一个正能量的代表。也难怪2008年美国总统大选，当时的民主党总统候选人奥巴马和共和党竞争对手麦凯恩，在这一点上都立场一致：如果当选，欢迎巴菲特出任美国财长。

海外聚焦

□本报记者 黄继汇
实习记者 陈天意 韩松言 纽约报道

“如果说基金经理和交易员的存在是为赚取利润，那风险官的作用就在于减少损失，避免不必要的风险，这也是在为公司赚钱，”宏观对冲基金凯利资本管理公司(Karya Capital Management)的合伙人兼首席风险官严鸣这样总结自己的工作。

严鸣曾在贝莱德集团、野村资产等多家华尔街金融机构工作，又和合伙人一起成立了自己的对冲基金公司，经历了近20年来金融市场的动荡与变迁。

初创华尔街

严鸣1982年进入复旦大学攻读物理学位，此后转到管理专业，拿下了硕士学位。在国内一家合资企业工作几年后，1991年前往犹他州立大学攻读经济学博士学位。

在美国留学期间，他的许多留学美国的同学纷纷转行进入华尔街。听着同学们讨论股票，他也很感兴趣，毕竟“赚钱更有趣。”

1996年，获得经济学博士学位的严鸣，正打算到美国东部读一个MBA的学位，作为进入华尔街的“敲门砖”。这时碰巧通过一个朋友的介绍，他获得了当时还是一个小公司的贝莱德集团的面试机会。尽管自己的专业与工作不太匹配，他还是被破格录用了，于是进入了当时只有200多人的贝莱德，成为公司录用的第一位中国留学生。

他与那些大学本科刚毕业的年轻人一起参加入职培训，边工作边学习。“我虽然有知识储备，但是在电脑软件方面不如刚毕业的年轻人，所以我得向他们学，和他们打成一片，可以说这也锻炼了我与人相处的能力。”严

金融城传真

恶邻的话语权

□本报记者 王亚宏 伦敦报道

前土木工程师阿列克西斯·齐普拉斯通过希腊公投赢得了他四十年生涯中最重要的—次赌博，而输给他筹码的，则是欧元区其他国家的希腊公债持有人。

希腊现在被普遍当做是以邻为壑的恶邻代表，因为在雅典欠下的高达3000亿欧元的债务中，其他欧元区国家是主要的债权人。因此，当6月底希腊未能如期归还欠国际货币基金组织的一笔16亿欧元的贷款时，对于债务违约更揪心的还是欧洲债主。

在欧洲一体化进程中与德国发挥同样重要作用的法国，虽然不像德国那样财大气粗，但也勒紧腰带借出了438亿欧元。至于欧元区第三大和第四大经济体的意大利和西班牙，虽然也曾和希腊一样背负着“欧猪国家”的臭名，但总算瘦死的骆驼比马大，分别向希腊提供了384亿欧元和250亿欧元的贷款。

欧元区四大经济体手里掌握着希腊超

华尔街夜话

美国有机食品产业蓬勃发展

□本报记者 郑启航 华盛顿报道

7月9日美国农业部宣布美国与瑞士已经达成有机食品认证等效协议，从2015年7月10日开始，两国政府将互相承认对方的有机食品认证。这是奥巴马上任以来，美国政府签署的第5个有机食品认证等效协议，此前美国已经与加拿大、欧盟、日本和韩国签署该协议。

这份新协议的签署获得了美国有机食品产业界的热烈欢迎，这将为美国蓬勃发展的有机食品产业带来更大的海外市场。根据美国农业部的数据，此前4个有机食品等效协议已经帮助美国有机食品便捷地进入到超过350亿美元市值的国际市场。

近年来，美国有机食品行业迎来了井喷式的发展。根据美国有机食品贸易协会的统计，2002年到2011年十年间，美国有机食品产量增长了24倍，而非有机食品产量仅增长了3%。2014年，美国有机食品销售额达到390亿美元，同比增长20%。目前有84%的美国人都曾购买过有机食品。根据《华尔街日报》网站的报

严鸣 华尔街“守门员”



严鸣，华尔街宏观对冲基金凯利资本管理公司的合伙人兼首席风险官。曾在贝莱德集团、野村资产等多家华尔街金融机构工作。

黄继汇 摄

鸣回想起当时的情景微笑着说。

他在贝莱德的工作是为基金经理的投资组合提供量化服务，分析组合的风险回报率。贝莱德的这块业务发展很快，一开始只是为内部服务，后来有了越来越多的外部客户，这让严鸣有机会接触到各种各样的投资组合，金额从几亿到几百亿美元，投资的产品也五花八门，从各类债券到衍生品。

面对各种投资组合，严鸣和他的团队一次次精密的计算发挥了很大作用。“我们通过完善的系统，准确的计算，给各大公司的投资提供风险收益数据供他们参考。”很快，严鸣得到公司赏识并晋升为贝莱德公司的副总裁，成为独当一面的能手。

过去十几年，贝莱德通过多个收

购兼并发展成为资产管理行业的巨无霸。在贝莱德的工作历练也为严鸣今后的发展打下深厚的基础。

保持客观的第三方立场

此后严鸣又在多家金融机构工作，一直和基金组合的风险控制和管理相关。2011年严鸣和合作多年的团队创立凯利资本管理公司，作为一只宏观对冲基金，公司根据各种投资主题对各种金融产品进行下注，目前管理着约10亿美金的资产。

现在，严鸣每天早上五六点就起床，算出投资组合的风险回报率，白天参加交易讨论，并建立各种风险控制模型。“我们要对资产组合做很多压力测试，要知道在最坏的情况下会怎么样。”

外，因此二者在这场危机的讲述中多半都是幸灾乐祸。

其实，希腊人虽然对晒太阳的兴趣要远大于外界“勤劳勇敢”的评价，但也绝非指着天上掉馅饼的人。事实上和欧债危机爆发时相比，这几年来希腊政府雇员的规模已经下降超过25%，退休金也被大幅削减。但希腊的问题在于造血功能不足，并非不想还钱，而是实在没钱，因为其崩溃的经济已经严重拖累财政收入，因此债务窟窿始终难以弥合。面对来自债权人的要求，希腊历届政府也一直听话地实施各种紧缩举措来省钱还债，其结果是借到的钱为经济续命，最终仍被选民抛弃。而最后上任的齐普拉斯政府显然想打破这个怪圈，他们现在要求的，实际上只是不再增加新的紧缩措施。

齐普拉斯豪赌希腊人会对经历了好几年的紧缩有报复性反弹情绪，利用最简单粗暴的方式赢得一场战术性胜利。当然，欠钱不还者从来都不值得同情，不管他们面临多大的困难。而现在值得同情的，反而应该是那些在对赌游戏中将筹码输给希腊的那些公债持有人，他们并没有义务为邻居买单。

的任意一家提交过去3年农场在土地中使用的化肥、农药等添加物的记录以及未来种植有机作物的耕作方案。第三方机构完成书面材料审查后，会指派有资质的检查员到农场进行实地检查，采集土壤样本化验，与申请者进行面谈，并出具检验报告。之后，第三方机构对检查员的报告和未来种植有机作物的方案进行再审查，通过后才能颁发有机食品认证。而且，获得有机食品认证后农场还有3年的过渡期，这期间不能使用任何违反美国有机食品规定的添加物，3年期满后，该农场生产的农产品才可以贴上有有机食品标识。有机食品认证的有效期只有一年，参与有机食品生产的农场和企业每年需要接受认证机构的重新检查，对认证进行更新。

尽管有机食品目前在美国的售价是普通食品的3—4倍，但随着民众对食品安全和健康生活品质的要求不断提高，有机食品在美国拥有广阔的发展前景，并正在积极扩大海外市场。中国的有机食品市场也在不断壮大，美国有机食品发展的法律保障、监管体系和国际合作都值得我们借鉴。

就在7月3日的那个周五，希腊即将就是否接受国际债权人“改革换资金”的协议草案进行全民公决之时，严鸣和他的团队紧急召开会议，研究希腊公投的可能结果以及对公司投资组合的可能影响，并精确算出通过买进德国国债进行对冲风险。7月6日，公投结果出来后，市场动荡，资金涌入德国国债避险，他们管理的基金当日也因此获得正收益。

严鸣平日就与公司首席投资官等交易员坐在一张能容纳10人左右的交易台前，监控市场行情与投资组合的仓位及风险参数的变化，遇到新的情况和问题就直接交流，确保公司内部的信息流通快速而有效。

公司基本每一笔的投资都会由严鸣做风险评估。“我就坐在我们首席投资官对面，每当我察觉到当前的交易未知或者有异常风险的时候，我就直接站起来，跟他说，马上叫停。”

作为首席风险官，严鸣必须保持自己客观的第三方立场且不能直接参与交易，所有交易都由交易员完成，保证作为风险官所必须具备的清醒和公正。制定的风险政策，在出现问题的时候就要严格执行。

他对目前的工作自得其乐，“如果你干一行20年之后仍然热爱这个行业，对这个行业有激情，觉得每天在这个行业中能汲取新的知识和经验，那说明你选对了行业，你是适合这个行业的。”严鸣这样对记者说。

金融危机的难忘岁月

华尔街的人，谈起自己的经历，常常都会说起2008年金融危机的那段日子。作为一个做风险控制金融人，严鸣在聊天中，也时常提起那段岁月。

市场的起伏从未停歇，当人们渐渐遗忘上世纪九十年代的那一次金融

危机的时候，新一轮的更强烈的震荡悄然来临，其实房地产市场的问题从2007年就逐步显现。

2008年初华尔街投资银行贝尔斯登旗下的对冲基金第一个出现问题，申请破产清算。其后不久贝尔斯登也破产倒台。当人们感觉危险已经过去的时候，其实动荡才刚刚开始。

对冲基金都是有杠杆的，因此风险管理特别重要。“如果市场波动没有按照自己的预期发生，就应该降杠杆，考虑到底发生了什么，”他说，“不做风险回报低的仓位，不要为了交易而交易。”

严鸣回忆说，“2008年那时我曾多次向基金经理建议应该减少我们的仓位，因为波动性的增大变得难以解释，但是建议没有被及时采纳。”而冷酷事实也证明了严鸣判断，该基金在2008年上半年亏损20%，公司进行平仓止损，并在此后空仓停止交易。

到了2008年下半年，金融危机爆发之前，严鸣的基金团队抓住机会做空美国公司债券。当金融危机爆发后，在美国财政部的强力救市及美联储的量化宽松政策出台后，及时转向做多美国政府债券及房地产债券。

严鸣归纳自己对市场的理解，“基金的规模再大也要尊重市场，一定不要与市场对着干，因为我们一切的模型都是建立在对市场的一些假设上的，如果这些市场假设变得不成立时，再去按照自己的模型去判断市场走势是一定会出错的。”

“如果发现市场出现难以解释的波动性时，就尽量减持，静观其变，做风险管理要一看二慢三通过。因为如果机会来临的话是不会转瞬即逝的，硬顶着波动性上只会加大自己所承受的风险。”

海外选粹

希腊改变欧洲未来

欧盟从未见识过希腊过去一周多以来发生的巨变：银行关门、资本管制、作为首个发达国家出现债务违约、巨额欧元纾困崩溃、或加速退欧的全民公投及人民一夜成乞丐……不过，希腊并不一定会以悲剧告终，一直以来，各方面的声音表明，人们并不愿看到希腊最终退出欧元区。

如今，希腊出现的各种社会乱象预示其一旦退欧，必将

造成政治和经济上的不稳定，最终产生灾难性后果，同时，希腊退欧也会给欧元区其他国家带来一定风险。不过随着希腊危机不断升级，前景愈发令人绝望，欧洲人



《经济学人》

对于希腊退欧的担心也随之减轻，加之希腊问题在欧元区颇具独特性，因此欧元区各成员国普遍认为，一旦希腊退欧，或将有助于欧元企稳。

不过，《经济学人》杂志指出，希望希腊退出欧元区的观点是错误的。即使希腊问题以退欧方式得到解决，欧元区的内部矛盾冲突威胁仍不可避免。尽管希腊的退出将证明欧元并非一成不变的货币，人们仍无从知晓破坏何种规则会造成退欧后果。再者，退欧之举也无法解决经济纾困中债务国政府和债权国政府的两极分化。如果欧元区不重视欧元这一单一货币的改革必要性，未来势必引发更多希腊式危机，并最终破坏欧元及欧盟本身。

众所周知，当前欧元区本身存在系统性问题，并有必要通过改革进行调整，在这一有问题的系统内，边缘政策和危机不可避免，其对于欧元区特

别纾困的依赖性也会不断加剧，而欧盟内部每一次决策都趋于政治化，并分别在债权国和债务国间埋下了蔑视和怨恨的种子。这一系统性问题还易将明智之举变成让步之策，甚至直到最后一刻双方才会达成妥协。

更令人忧虑的是，如若不进行相关改革，不仅是今天希腊危机面临如此境地，未来欧盟其他成员国也会有类似遭

遇：比如同样受到债务困扰的意大利、葡萄牙等国若提出减债需求，德国、芬兰等债权国将强调债务国需紧缩开支，从而造成两方僵持不下，债务危机不断升级。

经济

学人》认为，从长远来看，欧元区有必要要进一步强化内部结构，因作为一个财政主权首先需维护自身货币稳定，而为防止经济衰退，欧元区各成员国还须建立自动机制，如集体失业保险，以便将额外资金引导到经济出现衰退的国家。除了救市，欧元区还需建立相关风险与责任共享机制，如这一矛盾形式

的“欧元债券”或共同担保的主权债务，并遵循比当前更具约束力的财政规则。

欧盟深知自身需要作出改变，并亦步趋提出了相关改革措施，如成立银行业联盟，强化欧元货币，以及实施存款保险制度等。但这些改革提议与欧盟内部反对统一货币的声音相比，颇显低调。希腊危机的意义在于，迫使欧盟现在就需应对欧元这一统一货币所造成的内部矛盾，如这一矛盾得不到有效解决，未来欧盟或将面临更多灾难性后果。（石磊）