■ 投资故事

1975年的芒格:扛过至暗时刻的沉淀

□本报记者 王雪青

大涨的日子,很少有人谈“考验”。但对投资者而言,抓住上涨的人往往刚承受过下跌。有人在恐慌中割肉离场,有人咬牙扛住波动;还有极少数人,在至暗煎熬里完成认知迭代,一时账面失利,却能赢在长远。

1975年的查理·芒格,正是后者。1974年底,美股坠入熊市冰点,华尔街一片愁云。彼时50岁的芒格,管理的合伙企业净值两年累计回撤超50%。1975年市场强劲反弹,合伙企业净值大涨逾70%,芒格却做出一个出乎所有人意料的决定——清算。此后,他转身走向伯克希尔,成为巴菲特并肩数十年的搭档。

回望这场刻骨铭心的下跌,芒格说:“我把它看成男子汉得经受的一种考验。”


视觉中国图片

芒格复盘回撤

1974年9月,一个纽交所交易席位的价格跌到了6.5万美元;而在五年前,它的价格还高达51.5万美元。

这一年,美国资本市场寒意刺骨:1974年12月,道琼斯指数最低下探至577.60点,较1973年高点跌去四成;纳斯达克指数跌幅更甚,两年来最大回撤接近六成。

芒格与杰克·惠勒共同管理的合伙企业,1973年亏损31.9%,1974年再亏31.5%,两年累计净值回撤超53%。

复盘大幅回撤的原因,首先是高度集中的仓位。截至1974年末,合伙企业大部分资金押注两只标的:蓝筹印花、新美国基金(封闭式投资公司)。

蓝筹印花的核心业务,是典型的浮存金生意:公司向商户售卖印花,消费者需攒齐印花兑换商品,公司先收款、后兑付,沉淀出可再投资的资金。尽管印花主业后续逐步萎缩,但蓝筹印花已经拿下喜诗糖果等优质资产。

合伙企业买入蓝筹印花的平均成本为7.50美元/股,1972年底股价一度触及15.37美元,到1974年底跌至5.25美元/股。

新美国基金同样是合伙企业的重仓标的。1972年末,合伙企业以约9.22美元/股取得控股权。按照当时测算,即便清算基金内全部证券、清偿负债,每股可分配价值也高于买入成本。

这两笔重仓,根植于芒格彼时的投资理念:他并不推崇广泛分散,笃信“大钱不在买进卖出里,而在等待里”,坚持“把鸡蛋放在少数几个篮子里,然后紧紧盯住”。

与此同时,组合还叠加了杠杆。据记载,合伙企业布局新美国基金时动用了部分借款。1972年末9.22美元买入,1974年底股价跌至3.75美元。股价持续下行,债务本息却不会随之缩减,风险被放大。

更致命的是资金属性。合伙企业资金来自外部出资人,可随时赎回。芒格后来回忆:“市场持续暴跌,合伙人纷纷赎回,我不得不卖出很多便宜的优质股票。”

“哪怕你买的资产最终是对的,只要流动性、赎回、保证金压力撞在一起,你就可能死在黎明之前。”他这样总结。

熬过去的人为什么赢

芒格扛过了至暗时刻,等到了1975年的反弹,但并非所有人都这么幸运。

一位合伙人在暴跌前向芒格投入35万美元,在市场底部选择退出,亏损过半。多年之后,芒格还拿律师的本行自嘲:“律师理应擅长说服别人。那一次,我本该劝住他,可惜没有。”

更令人唏嘘的是另一位投资者里克·盖林。1973年至1974年美股市场下跌较为猛烈的阶段,盖林使用保证金贷款加仓。追缴保证金通知接踵而至,他只能在底部忍痛割肉,以不足40美元/股把伯克希尔股票卖给巴菲特。

巴菲特后来评价:“里克跟我们(芒格和我)一样聪明,他就是太急了。”

守住仓位、穿越下跌的人,大多收获了丰厚回报。合伙人奥蒂斯·布思等到1975年大反弹后,清算分配所得证券继续长期持有。

有人会疑惑:同样身处熊市,为什么巴菲特能够从容应对?

比较后会发现,他的很多操作,恰恰和彼时的芒格形成对照。例如,1969年巴菲特主动解散个人合伙基金;1973年至1974年大跌时,他已不再管理随时面临赎回的外部资金,伯克希尔手握保险浮存金、纺织业务等长期稳定的现金流,市场越恐慌,他越有底气出手,1973年还逆势加仓了华盛顿邮报等个股。

同一场下跌,有人黯然出局,有人逆势加仓。不变的底层逻辑,是守住安全的现金流。

把教训沉淀为投资准则

早在1974年底,芒格就已经下定决心:等资产明显修复,就关停这家合伙企业。1975年的反弹给了他执行计划的时间窗口。次年年初,合伙企业正式清算,芒格将蓝筹印花等股票以实物形式分配给合伙人。

1978年,芒格正式出任伯克希尔副董事长。

很多年后,年过九十的他回望这次净值腰斩的经历,坦言自己持有的伯克希尔股票也曾三次遭遇类似深度调整,他把这类剧烈回撤视作“男子汉得经受的考验”。

这场历练,为芒格和同伴确立了几条贯穿一生的铁律。

第一条,远离杠杆。巴菲特曾用一句话概括:“你要是聪明,就用不着杠杆。你要是不聪明,就更不该用。”芒格的表达更为经典:“如果我知道自己会死在哪里,我就永远不去那个地方。”

第二条,只买配得上煎熬的资产。芒格敢于扛住波动,核心在于:即便市场最低点,他仍笃定手中标的内在价值远高于市价。这依靠的是价值判断能力,而非单纯的胆量。

第三条,买入之前,先想清楚这笔资金的等待周期。当年芒格备受煎熬,根源在于管理的是他人的资金。落到普通投资者身上:短期内要用的资金,哪怕选对了标的,也很可能等不到价值兑现的那一天。

2023年11月28日,芒格离世,享年99岁。从1974年的市场寒冬到他告别这个世界,道琼斯指数上涨六十多倍,途中亦有多次大幅回撤。芒格曾说:“经营好你的投资与人生,让自己有底气、体面地扛住一次50%的回撤。不要总想着躲开它,深度下跌一定会到来。事实上,如果从来没有经历过,反而说明你还不够进取。”

逃顶多数靠运气,复盘方能练本事——前者,是可遇不可求的;而后者,每一位投资者都用得上。

创业板人工智能ETF领涨 资金加仓核心宽基品种

□本报记者 郝健

中证周

上周(11月23日至11月27日)ETF市场中,人工智能、算力、通信等主题产品表现亮眼,创业板人工智能ETF包揽涨幅榜前列,养殖、红利价值等主题产品有所回调。资金大举加仓沪深300、中证1000、科创50等核心宽基ETF,债券ETF遭遇资金流出。多家基金公司认为,多重因素提振市场信心,本轮反弹能否持续,仍需跟踪政策落地与海外数据变化。



视觉中国图片

上涨主线鲜明

上周,周涨幅为正的ETF超过1300只。其中,周涨幅超过10%的近240只,超过15%的43只,超过20%的8只。

人工智能及算力主题产品成为上周上涨主线。九只创业板人工智能ETF周涨幅均超19%,创业板人工智能ETF华宝以21.28%的涨幅领涨。与此同时,科创创业人工智能ETF、科创人工智能ETF、人工智能ETF同步上行。

创业板算力类ETF集体走高,多只产品上周涨幅超17%,创业板算力ETF华夏周涨幅达19.02%。科创芯片设计与科创芯片主题ETF同样表现亮眼:科创芯片设计ETF国泰、科创芯片设计ETF嘉实上周分别上涨16.32%、15.04%。

通信主题ETF也集体走强,通信ETF国泰上周上涨16.3%,领涨通信赛道;通信ETF富国、通信ETF银华分别上涨15.01%、14.27%。

科创、创业板相关宽基ETF同步上涨。5只跟踪上证科创板成长指数的ETF上周涨幅均超16%。

从单日表现看,11月27日,全市场ETF超1500只产品上涨,近160只ETF涨停。半导体板块表现强势,相关ETF涨停数量超过35只。

下跌品种方面,国企ETF平安上周跌幅为4.38%。养殖畜牧、价值红利等主题ETF均出现回调。

资金重点布局核心宽基ETF

上周,债券型ETF成交额合计约1.03万亿元,股票型ETF成交额合计超1万亿元,跨境ETF成交额超4100亿元,货币型ETF成交额近2400亿元,商品型ETF成交额合计超620亿元。

股票型ETF成交以宽基品种为主,创业板、科创板相关产品活跃度居前。跟踪创业板指的ETF上周成交额合计1011.06亿元,跟踪科创50的ETF上周成交额合计1010.76亿元。

资金流向方面,上周资金重点布局核心宽基ETF。沪深300系列ETF获明显净流入,中证1000、中证500、创业板指等宽基ETF同样迎来较多资金流入。具体来看,跟踪沪深300指数的相关ETF上周净流入合计370.53亿元,位居全市场指数净流入榜首;中证1000、中证500、创业板指挂钩的ETF产品净流入均超百亿元。从单只产品看,中证1000ETF南方获超216亿元资金净流入,为上周全市场唯一一只净流入突破200亿元的ETF。中证500ETF南方净流入超170亿元,沪深300ETF华夏净流入约155亿元。此外,沪深300ETF易方达、创业板ETF易方达上周净流入均超百亿元。

与此同时,资金从债券型ETF撤离,上周债券型ETF合计净流出规模超300亿元。分品种看,跟踪AAA科创债指数的相关ETF单周合计净流出逾110亿元,其中科创债ETF嘉实、科创债ETF银华分别净流出16.19亿元、14.36亿元。

市场信心得到明显提振

对于11月27日举行的国务院常务会议研究持续深化资本市场投融资综合改革工作,多家基金公司普遍认为,市场信心得到明显提振。中期定价逻辑将回归到订单、毛利率等基本面指标。红利方向仍具备配置价值,可结合市场阶段性变化动态调整;进攻端以科技成长为主线,等待筹码充分沉淀后再择机布局。

业内人士还认为,后续行情能否从脉冲式反弹转向持续修复,仍有待观察政策落地成效与流动性预期的演变。综合判断,AI监管约束、美联储加息扰动、全球风险偏好回落等因素已得到一定程度定价。短期可重点关注一系列政策的实际落地效果,同时12月美联储议息会议结果以及美国通胀数据,也将影响市场的流动性预期。