

# 剖析08美国优秀基金经理成功秘诀

◎晨星(中国)研究中心 梁锐汉

刚刚过去的2008年将是美国共同基金业最难以忘却的年份之一,市场下跌之惨烈,所波及的范围和幅度都让投资者联想起那些投资界最黑暗、最恐惧的日子。在这样一个泥沙俱下的市场里,我们寻找和分析那些有着长期成功之道的优秀基金经理,就如同在投资的万里长征中寻觅黎明前的曙光,不仅仅让我们受到理性和智慧的启迪,还增加和增强我们的信心和冷静。

晨星数据显示,2008年美国主要的股票型基金类型跌幅都在30%以上。基于欧洲、日本和其他新兴市场的跌幅比美国本土更加惨重,投资于国际市场的美国基金要比投资本土市场的跌幅更大。国际大盘和中小盘基金的跌幅都在40%以上,国际中小盘成长基金平均损失了超过49%,国际大盘成长基金平均也损失了46%。在投资美国本土的基金中,就投资风格而言价值型基金表现相对好一点,其中小盘价值和盘中价值基金平均下跌了32%和37%,在全球经济出现放缓的背景下价值型股票经营业绩和财务表现相对更加稳健,可能提供更高的安全边际。

在这样一个大变局的背景下,日前晨星宣布了2008年度晨星美国基金经理奖的获得者,美国股票型基金经理奖由罗伊斯特殊股票基金(Royce Special Equity)的基金经理查理·德瑞福斯(Charlie Dreifus)摘得;固定收益类基金经理奖由FPA新收益基金(FPA New Income)的双基金经理鲍勃·罗德列格斯(Bob Rodriguez)和托马斯·阿特伯利(Thomas H. Atteberry)获得;国际股票基金经理奖则由艺匠国际价值基金(Artisan International Value)的基金经理大卫·桑拉(David Samra)和丹·奥基非(Dan O'Keefe)夺得。

在这样一个投资出现负收益的市场环境,甚至上述获奖的股票基金也出现亏损的情况下,投资者可能要问:今年的基金经理奖意义在那里?晨星基金经理奖的评选不仅考虑基金在2008年的表现,而且非常看重基金的长期回报能力,另外,还综合考察基金在履行信托责任和风险控制等方面的能力。上述获奖的基金在2008年中最大限度地降低了亏损的幅度,而且长期给投资者创造了良好的回报。

在美国共同基金的数量超过8千只,这三只获奖的基金经理可以说是美国优秀基金经理的代表。以下先通过整体上的鸟瞰来探寻其成功之道,然后就获奖的基金经理进行深入的分析。

整体上看,这些基金经理都很大程度上避开2008年受打击最为深重的行业之一:能源。根据2008年3季度的数据,获提名的国际股票基金的能源行业仓位只有2.5%,仅为市场平均的3成左右,是自2007年末后的连续3个季度的下调;获得提名的美国股票基金的能源行业仓位也只有9%,为市场平均比重的6成左右,比上个季度末出现下降;而2006年年末开始基金经理连续上调能源行业仓位直至2008年二季度末,投资者都知道这段时间内石油价格经历的持续的大幅攀升。选股策略方面,基金经理对公司财务杠杠水平的控制也让人印象深刻,在过去20个季度的中,进入提名的国际股票基金持有股票的债务股东权益比重一直保持在25%左右,而美国股票基金的债务股东权益比也在30%上下徘徊,这就极大程度上避免了那些过度负债、高杠杠的公司,一般来说,负债率较低的公司更能够经受经济下滑带来的破产威胁。下面我们具体介绍获奖基金经理的成功秘诀。

## 找不到合适股票时宁愿持有现金

若干年前,当晨星分析师把罗伊斯特殊股票基金作为精选基金推荐给投资者的时候,人们曾抱以极大的疑虑。但我们的推荐是经过慎重考虑的,该基金经理德瑞福斯是那

种在市场掉头向下中长袖善舞的投资者。德瑞福斯的投资理念是只购买那些相对于内在价值出现很大折价的“便宜货”,在找不到合适股票时宁愿持有现金。当然这意味着他将会错过很多成长型股票,但该策略却在市场困难的时候有效帮助止损。2008年三季度末,该基金的动态PE为12.81%,现金资产比重超过20%,基金过去20个季度的最近12个月PE(TTM)保持在15%上下窄幅浮动。另外,基金经理对公司的投资资本回报率的要求也相当高,而且一直坚持要有健康的资产负债率,基金过去20个季度所持有股票的债务股东权益基本上没有超过20%,也远远低于我们所提名的美国股票基金的平均比重,德瑞福斯一直在寻找那些债务比率极低、高安全边际的价值型小盘股票,得益于此,该基金2008年跌幅为19.62%,胜出同类基金和标普500指数12和17个百分点,基金的5年和10年回报率都排在同类基金的前15%。

历史上看,当市场出现丑闻或者动荡的时刻,该基金都可以作为投资者的“避风港”。在科技股泡沫破灭后的2000-2002年之间,该基金的表现都远远超出了同类基金。德瑞福斯的投资策略属于传统的保守型,而正是这种不追逐潮流的作风保护了投资者的利益。从长期投资的角度考量,该基金体现出了高回报低风险的投资能力。更为我们所赞赏的是,德瑞福斯投资人利益至上的原则,他曾经一度关闭基金来防止资金的进一步流入,虽然当时该基金的资产规模还是相当有限。德瑞福斯的优秀投资能力同样体现在此前的职业生涯中,先前他分别在Lazard和奥本海默公司有着良好的业绩历史。

在该基金所主要投资的小盘价值股中可谓陷阱密布,这里有那些抵押贷款商,房地产类公司和其他对外部融资依赖很高的周期性股票,但德瑞福斯凭着一贯的投资理念避开了大部分的陷阱。基金经理在个股上的挑选独具眼光,2008年3季度末的第一大重仓股在2008年上涨了58%,资产比重为6%,其他前5大重仓股的跌幅也大大低于同期标普500的跌幅。

## 竭尽全力挤掉投资上所有风险敞口

由于2007年下半年暴发的次级债危机在2008年进一步蔓延,投资于信用债的固定收益类基金在2008年也出现了幅度不一的亏损,该基金在2008年债市的动荡中取得4.31%的收益,高于同类中期债券基金9个百分点,而一般来说,该领域基金的胜负之差只有30个基点。

如果说有哪两个人最大程度地预测了抵押类债券市场的崩溃,那么一个是被认为价值型投资者、GMO的杰里米·格兰瑟姆(Jeremy Grantham),另一个便是FPA新收

益基金的基金经理鲍勃·罗德列格斯。从鲍勃对洛杉矶的房地产研究起,他就对房地产市场严重的投机主义和抵押类债券背后的黑洞保持高度的警惕。相比其他投资者当时还在竞相涌入该领域,鲍勃则以力挽狂澜的判断在竭尽全力挤掉该投资上的所有风险敞口。出于对风险的控制,自2005年起该基金持债的平均评级维持在最高的3A级,信用债的比重从2005年的13%一直下降到5%以下,同时现金资产的比重则在40%上下浮动。当然,这意味着他要错过了由投机推动的市场进一步上涨的“机会”,但是当2007年和2008年该类投资从天堂堕入地狱的时候,该基金的持有人会发现他们还稳稳地停留在地面上。

## 海外投资上奉行高度价值投资

基金经理大卫·桑拉和丹·奥基非在海外投资方面奉行高度价值投资,并表现突出。他们之前曾在哈里森投资公司(奥克马克价值类基金的投资管理人)工作,在加入艺匠基金公司后一直保持他们的投资风格。他们一直寻找那些有着干净的资产负债表、相对估算的内在价值有着高折价的股票,这一点跟前文提到的罗伊斯特殊股票基金的基金经理风格非常相像。正是该策略使得基金对金融股保持距离。最近20个季度中,该基金最近12个月PE(TTM)一直在15倍左右上下浮动,08年三季度末更是下降到10倍左右;在持股的财务健康方面,基金持股的债务股东权益比过去20个季度也在25%左右,这可能意味着失去在那些高速增长股数倍甚至数十倍的获利机会,但在市场跌入熊市中却是较好的“避风港”。在长期投资中,止损非常重要,巴菲特那句“永远不要赔钱”是一个很好的告诫,道理很简单,投资者如果损失了20%,下一个回报率要25%可以净会本金,但如果亏损了40%则要67%的回报率才能回到原点。

在区域投资上,基金经理一直把绝大部分的资产配置在成熟市场,对于近年来投资热点的新兴市场则是适度介入,对部分新兴市场炙手可热的高估值股票保持着警惕,并且在2007年开始调低在新兴市场的资产比重,虽然在当年基金的回报不敌同类基金和基准指数MSCI EAFE的表现,但2008年证明了基金经理的谨慎是不无道理的。

该基金在2008年跌幅为30%,而同类基金和MSCI EAFE则分别损失了47%和43%;而且,基金长期回报良好,自2002年9月份成立起基金实现了年化13.6%的投资回报率,大大超越同期MSCI EAFE指数的表现。值得指出的是基金优良回报的部分归功于基金经理不定时的关闭基金来阻止资金的流入,而目前该基金重新开放,因为基金经理认为投资机会已经浮现。

国都证券基金仓位监测报告——

## 基金上周主动减仓逾2%

◎国都证券 苏昌景

国都证券最新基金仓位监测数据显示,2009年首个交易周223支开放式基金平均仓位为66.43%,相对去年三季度仓位变动-2.47%,相比08年年末变动-1.52%。剔除上周股票市值变动因素影响,223支开放式基金相对前周主动减仓2.13%。

按照国都基金类型划分统计:数据显示,各类型基金仓位均低于去年三季度末水平,相对前周来说,仓位水平也有所下降。其中股票型基金相对前周仓位变动-1.37%;混合型基金相对前周仓位变动-4.22%;指数型(非ETF)基金相对前周仓位变动-2.87%。剔除前周股票市值变动因素影响,股票型基金主动减仓2.01%,混合型基金主动减仓4.92%,指数型(非ETF)基金主动减仓3.07%。

按照晨星基金类型划分统计:相对前周,股票型基金仓位变动-1.07%;积极配置型基金仓位变动-3.80%;保守配置型基金仓位变动-1.35%。剔除上周股票市值变动因素影响,股票型基金主动减仓1.65%,积极配置型基金主动减仓4.53%,保守配置型基金主动减仓1.92%。

按照以投资管理能力划分的基金公司分类统计:相对前周,一类基金公司主动减仓1.93%,二类基金公司主动减仓3.65%,三类基金公司主动减仓0.45%。总体来看,虽然基金公司之间的投资管理水平存在差异,但是上周基金公司采取了统一的仓位调整策略。

仓位变动分析:从美国、日本以及欧盟前期公布的经济数据来看,三大经济体已经确认经济进入衰退,这意味着未来贸易壁垒与贸易争端的加剧,从而必将会对外需形成更负面的影响。而国内通缩预期在加强,出口和消费减速下的总需求不振导致国内企业盈利面临严峻挑战。2008年11月份发电量、工业增加值同比增长率等宏观经济领先指标创出近年新低,以及上市公司“业绩修正”公告的陆续公布,都加剧了基金管理人对于经济增速及企业业绩下滑的担忧。整体上未来的一段时间内,宏观环境依然有利于债市,不利于股票。从仓位监测结果来看,基金大类资产配置依然维持防御策略,将仓位控制在65%-69%的低水平徘徊。

考虑到,从本周开始,2008年12月份及全年的宏观经济数据即将披露,上市公司业绩年报也将正式拉开序幕,基金选择在难看的敏感数据披露前于上周主动减仓或成明智之举。

按照国都基金类型统计的仓位情况

基金类型	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报主动调仓	相对半年报主动调仓	最近季报披露仓位
股票型	65.72%	67.09%	-1.37%	-2.01%	0.54%	-2.60%	68.31%
混合型	34.92%	39.14%	-4.22%	-4.92%	0.71%	-2.33%	37.26%
指数型	89.80%	92.67%	-2.87%	-3.07%	0.76%	-0.54%	90.34%
全部基金	66.43%	67.95%	-1.52%	-2.13%	0.56%	-2.47%	68.90%

按照晨星基金类型统计的仓位情况

基金类型	上周仓位估计	前周仓位估计	相对前周仓位变动	相对前周主动调仓	相对季报主动调仓	相对半年报主动调仓	最近季报披露仓位
股票型	70.23%	71.30%	-1.07%	-1.65%	1.00%	-1.92%	72.16%
积极配置型	49.88%	53.68%	-3.80%	-4.53%	-1.95%	-5.56%	55.44%
保守配置型	22.44%	23.80%	-1.35%	-1.92%	6.19%	4.05%	18.39%
全部基金	66.43%	67.95%	-1.52%	-2.13%	0.56%	-2.47%	68.90%

数据来源:国都证券“基金大师”量化分析系统、晨星

漫画 唐志顺