

比尔·米勒:持有长期增长轨迹公司

——海外共同基金操作手法探秘

◇晨星(中国) 袁星

Legg Mason Value 基金掌管人比尔·米勒在从 1991 年到 2005 年的连续 15 年中,大幅度地击败他的业绩基准——标普 500 指数,这一骄人业绩为他赢得了阵阵喝彩。然而,在 2006 年,米勒却以戏剧性的方式被击败,最终以年收益落后于标普 500 指数 10 个百分点的业绩,结束了共同基金保持 15 年连续高收益的神话。

数月前米勒曾到访美国晨星公司,晨星分析师请他介绍当时市场上价值最为高估的股票。

米勒并没有回避话题,他称,目前股票投资者浪费了过多的注意力在一些季度收益目标的公司。而忽视了那些短期收益方案不稳定,但却具有较好的长期增长轨迹的公司。

在大约 15 年前米勒写了一篇文章,是关于 1991 年和 1992 年微软拥有大约 200 亿美元的市场时它是如何被高估的。然而,事实却是在其后的 12 年里该公司上涨了大概 12 倍。米勒也曾评价自己当时的预测是愚蠢的,并且在随后的投资中多次购买此类的科技股,如 eBay、Amazon、Google。

“和股票一起成长的感觉让我充满活力。”是米勒的另一句名言,他也真正的做到了长期投资和持有他看好的价值型股票,甚至曾经认为价值高估类型的公司,如 eBay。

米勒是在谈论股票投资,当然,他的信息也同样能够应用在共同基金投资方面。

时间周期是否合理

米勒自身对基金管理则提供了一



漫画 张大伟

个生动的例子,向人们阐释了为什么在评估一只基金的价值时,过分关注基金逐年回报率的持续性是错误的。

让一年惨淡业绩的阴影笼罩米勒整个非凡的任期是不合理的。即使他所管理基金的业绩在 2006 年大幅衰退,但在过去的十年中,该基金的年度化回报还是以 4 个百分点的水平高于标普 500 指数。

更重要的是,以一年为周期测量基金的业绩是否武断,这需要投资者思考并尽量避免的。米勒也指出,当他战胜标普 500 的纪录还未终止时,也是在其任职期间,他所管理的基金在多个非整年的时间段中(非 1 月到 12 月的时间段),业绩曾一度低于标普 500 指数。

差异化相容的市场

投资者不应过分执著于持续年回报的原因在于,一个优秀基金经理人逐年业绩的持续性普遍差于其坚持自身投资理念的连贯性。需要强调的一点是,最好的基金经理通常在其惨淡的业绩周期后提供给投资者一个耀眼的回报。

回顾一下被掩盖在米勒近期较差业绩之下的事实,正说明了上述观点。不同于许多米勒竞争对手时的工作方法,他总能领会的原则是,如果想击败他的业绩基准,则需要自发地在策略方面有效区别于其业绩基准标普 500。与过往的几年一样,在 2006 年,区别于标普 500 则意味着在其投资

组合中降低标普 500 的盈利行业——能源和日用品相关的股票比重。这一做法则往往损失了该基金近期的回报。再有,米勒并不倾向于为了短期的业绩较量而动摇自身的投资策略以及更换组合中的证券的做法。相反的是,事实上他经常在股票暴跌的时候增加对该股票的持有比例。这一方法正好证明了一个观点:如果你在第一眼就喜欢上了一家公司,那么在其股价下跌大甩卖的时候,你将会更爱这家公司。在 2006 年,米勒的许多互联网相关的公司都遭遇了惨淡的时光。但他还是坚持持有这些公司的股票,甚至再追加购买一些。

正如米勒自发遵循的投资观点往往显著的区别于多数人,其自身坚定的投资信念也尽显在其所运用的投资方法中。这也是所有优秀投资者的共同特征。例如,Third Avenue Value's 基金的管理人 Marty Whitman, Fidelity Contrafund 基金的管理人 Will Danoff, 还有三位晨星 2006 年度基金经理人奖项的获得者。所有的这些掌舵人,都和米勒一样,曾在多个时点看到过自己的衰退业绩。但他们没有在困难时期动摇自己的策略,因此为持有人提供了长期较好的回报。

如果你是一位股票长期投资者,你必须学会在不可避免的惨淡时期让自己振作起来,甚至是在真正遭受损失的时候。如果这一切真的发生了,请关注你的基金是否具有持续性。该持续性的考量则应该侧重,基金是否坚持一致的管理方式和投资策略。如果你得到的答案是肯定的,那么,选择米勒的做法吧——坚持持有,并考虑增加你的持有份额。

全球公募基金
一周资金变化

TrimTabs 投资研究公司预计,截至 1 月 31 日,股票型公募基金在一周内共有新增资金 15.69 亿美元,而此前一周流入资金为 9.53 亿。下表按基金类型列示了这两周的资金变化。

(晓超)

时间	股票型 (主要投资美 国股市)	股票型 (投资美国 之外的市场)	ETF (投资美国 股市)
1月25日~ 1月31日	-0.08	+16.39	-19.60
ETF (投资美国之 外市场)	10.47	+13.93	+4.73

(单位:亿美元)

◆全球

阿曼允许外国投资者
完全持有公募基金

据 Khaleej Times 引用阿曼证券监管机构的发言,该国将放开外国投资者对公募基金持有比例的限制,从现在的 49% 扩大到 100%。

该报称,这一决定是该国吸引外商投资的众多政策中的一部分。这些公募基金还被允许投资房地产。

(赵媛媛)

南非对冲基金
2006年获益 20%

调查显示,去年南非对冲基金的平均回报率为 20%,约为 FTSE/JSE 非洲股票市场指数增长率的一半。

Nedbank 在一份报告中称,该回报率数据在 2005 年为 18%。在参与调查的 37 只基金中,表现最好的 Top-Flite Eagle 为投资者提供了 53% 的收益。

具体地说,这些对冲基金中长短仓股票基金去年的平均收益为 31%,固定收益基金的收益上升了 7.8%,市场中性基金的回报率为 11%,交易类基金的收益是 24%。而 FTSE/JSE 非洲股票市场指数和债券市场指数的回报率分别为 38% 和 5.5%。

相较而言,来自 Alexander Forbes 的调查显示,南非 11 只最大的年金基金在 2006 年的最低回报达到了 29%。其中掌管 230 亿美元资金的 Allan Gray 以 36% 的收益率位居首位。

(园园)

对冲基金借融入股票
影响公司投票

得克萨斯大学两位教授的研究显示,目前对冲基金热衷于融入股票并影响公司投票的结果,且该现象愈演愈烈。并认为这一行为将使公司治理受损。

该研究发现,这些带有投票权的融出股票在过去五年数量翻了一番,且每年为经纪商和银行带来了 80 亿的收入。

在某些情况下,这些融入股票的对冲基金期望该股票能够下跌。他们甚至在不拥有公司所有权的情况下,运用自己的投票权促成有损公司利益的决定,以使自己的做空行为赚钱。但个人投资者并不知晓他们的投票权已经通过经纪账户被借出。

(巴人)

◆他山之石

日本基金市场

相对于欧美国家,日本基金市场的透明度还有一定差距,没有收益,甚至出现很大亏损的基金数都数不完。因此即使是投资基金,日本人也一直更倾向于选择相对保守的债券基金。在 2005 年活力门事件之前,日本的股票市场一度非常活跃,不少人开始对股票基金跃跃欲试。仅 2005 年 11 月份一个月,投资者投向股票基金的资金就净增加 30 亿美元,成为单月最大增加量。然而,活力门事件严重打击了日本人投资股票基金的兴趣。事隔不到几个月,村上基金总裁村上世彰也因为涉嫌内线交易遭到逮捕。一连串的事件让日本人“谈基金色变”。为制止类似案件再次发生,日本参议院随后通过新的金融商品交易法,加强了对基金的监管。

由于日本人对投资基金热情不是很高,基金公司为了获得客户不得不用尽各种方法。很多有名的基金公司经常派营业人员走家串户,劝客户投资。



◆市场大鳄

全球私募基金今年有望募集 5000 亿美元

◇见习记者 赵媛媛

有关调查显示,由于收购资金的加入,私募投资基金今年募集规模可能较去年增长 16%,达到 5000 亿美元。

伦敦一家私募基金表示,去年私募的募集总规模为 4320 亿,其中收购资金就有 2120 亿。私募基金的投资领域主要有兼并收购、风险投资、基础设施、房地产、

危机债券和基金中的基金。一家跟踪私募基金的咨询公司称,私募基金融资的增长速度惊人,但投资速度更快。

年金、捐赠资金和来自富人的投资以越来越快的速度进入私募基金是缘于一些基金能够战胜市场。例如,Blackstone 集团下一只 2002 年初成立,有着 64.5 亿规模的基金至去年 7 月的年收益达到 63%,而标普 500

指数的同期年收益率仅有 6.3%。

彭博数据显示,在这些资金的支持下,去年私募投资基金和管理层宣布的收购规模达到 7000 亿。今年的收购基金募集额可达 2300 亿之多。Blackstone 计划筹资 200 亿, Kohlberg Kravis Roberts 公司也正筹集一个 166 亿的基金。这两只基金将成为并购行业基金规模之最。

◆追踪海外基金

世界第二大债券基金规避日元资产

◇见习记者 赵媛媛

据彭博新闻社消息, Kokusai 资产管理公司经营着世界上第二大的债券基金。目前,由于预期日本银行加息速度放慢,它正打算减持一些日元相关资产。

另一方面,协助管理 459 亿规模的 Global Sovereign 开放式基金的 Masataka Horii 表示,美国和欧洲有着更高的收益率,这使得在这些国家投资变得更富吸引力。Horii 将其资产组合中的日元债券从 11 月的 7% 减至 6%,达到历史最低配置。

Horii 指出,“我们的主要策略便是减持日元资产,因为投资日本的收益比在其他国家少很多。市场预计 2 月会有加息,但我们认为这次加息会更晚。”1 月 30 日公布的一份报告指出去年 11 月家庭开支有所下滑,而 29 日的一份报告显示商品零售业也有萎缩。来自瑞士信贷的数据显示,这降低了投资者对日本加息的预期。

日本投资者购买的海外债券在 2006 年翻了 8 倍之多,造成日元对美元贬值 1.1%。币值的这次下滑给货币政策带来了相当的困扰。本来当局认为这是二战以来持

续时间最长的一次经济繁荣,会促使日元走强两年。

在 Horii 的组合中,美元债券和欧元债券分别占了 28% 和 43%。Kokusai 使用花旗各国政府债券指数作为衡量业绩的基准利率。该指数的构成中有 29% 为日元,20% 为美元,40% 为欧元。

Kokusai 认为今年日元将下跌,因此没有对其货币资产做任何对冲。实际情况也很好地支持了这一观点。1 月 29 日日元对美元的汇率为 121.82,接近四年新低。而 28 日纽约市场上该汇率为 121.74。