

# 史蒂文·多佛：应对波动自有妙计

在过去的一个月中，全球市场经历了很多波动。股票涨了一段时间总会有个调整，但市场为什么要调整？在什么时候会调整？在这个特殊时刻，美国富兰克林坦伯顿投资顾问公司国际投资总监史蒂文·多佛来到中国，来到公司投资的国海富兰克林基金，讲述了他对于全球市场波动的看法及应对之策，值得投资者参考。

◎见习记者 郑焰

美国的次级债危机，引发了此次全球市场波动。在过去的3年中，全球的市场利率很低，承担风险投资的代价也变得越低，对冲基金于是借钱投资到风险较高的投资工具上。很多人花很少的成本去借钱购买房地产。私人投资方面，也有很多人从银行借了钱去做风险投资，所以造成了全球的流动性过剩。

最近的全球市场波动就是因为风险提高了，借款的成本也提高了，一些质量不太好的证券承受了很大压力。全球的流动性最近也有下降的趋势，很多国家政府都在采取不同的措施去减少流动性，包括提高利率。

当全球市场出现流动性过剩时会造成通货膨胀。但在过去的5、6年中，通货膨胀在全球市场并没有出现：第一方面是产品价格过去一段时间内并没有提升得很快，其中有一个原因是中国的劳动力非常的便宜，所以中国把它的通货紧缩都出口到世界的各个国家去了；第二个就是全球的租赁并没有增加，反而是很多的产品上，如：黄金、石油等全球比较紧缺，需求比较高的资源的价格上升得很多。

而在今后的几年中，对个人消费者来说，负债可能成为一个问题，因为负债的成本越来越高，但从公司的

角度来说问题不大，因为很多公司其实负债并不是很多，而且公司的盈利现在非常的好，通货膨胀现在并没有出现，从公司基本面来说还是比较好的。新兴市场以后会发展的很快，而且新兴市场在本国人中，消费需求也会慢慢地增加，对美国市场的依赖性并不是很大，所以总体来说，还是有很多正面的东西。

在当前情况下，投资者需要考虑选好的股票，同时要选比较好的基金来进行投资。对普通的投资者来说，我有两点建议：一点是定期定投，就是每个月，每一周把你收入固定的一部分去投资到股票或者固定受益里面去，一直坚持去做去积累你的财富，这样会有一个比较稳定的长期收益。第二点就是要不断调整你的资产配置，比如你的资产配置50%在股票，50%在固定收益和低风险资产里的话，如果股票市场往上走，你的股票的比例涨在55%的时候，你会去卖掉些股票，把它的比例降到50%。

中国市场和海外市场一样，不时地会有一些调整，比如股价，当估值到了一定程度不合理的时候会调整。在市场上有一个说法，牛和熊都可以去赚钱，但是猪肯定会赔钱。投资时跟着一个好的基金经理去走，然后不断地增加你的投资，首先要选好的基金公司，选好的基金，看重公司的管理能力。



## ■焦点问答

问：美股大跌引起全世界的波动，美股还有可能继续创新高吗？

多佛：不知道，通常市场到了新高的时候，都需要重新测试，市场跌到10%—15%算是一个修正，美国并没有跌得那么多，还不算一个很大的修正，就算是一个修正的话，也是一个比较健康的信号，甚至可能是一个投资的机会。

关于次级抵押债券的问题，只是对现象的解释而已，不见得是造成市场下跌的原因，因为任何时候市场在修正的时候。对一般老百姓说，他要冒最大的风雨就是经常的要选时，有些短线的选时，什么时候减仓，什么时候加仓，这个经常都是错的，以我27年的投资经验，建议决定一个最合适的资产配置的比例，永远固定在那个比例，长期来看这样的收益应该是最好的，不要过于做选时的动作。

大部分投资人对于短线的新闻会过度反应，尤其是最近资金抵押债券的问题。它不是一个简单的概念，大部分投资银行会把抵押债券放在一起，然后切割拆解开来，分成不同的等级。例如：把一亿美元的抵押债券分成5级，每一个登记有不同的风险和收益，再透过金融工程把它切割开来，第一级，当你有80%的这些抵押债券的持有者他违约了，你才会有风险，第二级可能60%违约了你才会有风险，第三级有可能40%，依此类推。我们也有买债券，一般是买最上面两级，但是没有出任何问题。以目前情况来看，资金抵押债券有12%—14%的违约比例，远远低于最高的那级，所以离我们的风险点还很遥远。最高级的风险是最低的，最低级的风险是最高的，收益也是最高的。

## ■市场观察

# 美国基金业热议12b-1费用透明度

◎Morningstar晨星(中国) 厉海强

目前美国基金业最火的话题是什么？可能非12b-1莫属了。目前SEC正在就12b-1的问题在全行业范围内征求意见。各大机构，包括投资银行、证券公司、基金公司以及行业协会的人士都纷纷站出来表达他们观点，目前的讨论空前热闹。那么什么是12b-1费用呢？为什么这项费用会引起那么多人的关注呢？下面就先简单介绍一下美国共同基金的费用结构。

根据美国证监会（SEC）的说明，美国共同基金的费用可以分为两大块，第一块是股东相关费用，包括认购/申购产生的销售费用（也称为Load，分为前端和后端，通常支付给销售机构），赎回费，转换费（在同一公司旗下的基金之间进行转换），账户管理费（部分公司有），以及购买费（通常支付给基金管理公司）；第二大块是年度运营费用，包括管理费，销售和服务费即12b-1费用，其他费用即包括托管费、财务费、法律费等。

注意12b-1在里面的角色，按SEC的解释，这项费用主要用于补偿财务顾问或销售机构在基金宣

传、打印、发送招募说明书，以及打印、发送传单等方面的花费，支付的前提是基金的管理机构在基金发行时就已经参与了12b-1计划，并最终需要董事会批准同意才能进行相关支付。12b-1费用的收取最高限额是1%。SEC是在1980年批准该项费用计划的。

12b-1最近正受到越来越多的抨击。很多人批评投资者为此承担了过多的费用，并要求SEC对相关条款进行修改。今年6月19日，SEC专门举办了一个圆桌会议，邀请共同基金业最有代表性的人物来讨论12b-1条款的改革问题，下面是代表们的一些主要观点。

来自美国消费者协会（Consumer Federation of America）的投资人保护部门总监巴巴拉（Barbara Roper）批评12b-1费用非常不透明，投资者无法判断他们到底从销售机构那里得到了多少服务，于是也无法衡量他们支付的费用是否合理。

而晨星公司执行董事唐·菲利普斯（Don Phillips）则引用B股在共同基金业正在逐渐消失这一事实，推断C股在未来的命运也会类似，强调年度化的销售和服务费并不受投资者的认可，因此投资者对12b-1这样

的费用可能并不认可。并且该费用镶嵌在总费用中，直接购买基金的投资者也将不得不为他们没有享受到的服务付费。

美国的共同基金根据通常可以分为A、B、C三种不同种类的份额，主要区别在于收费的时间和方式。A股一般在前端即购买时收费，12b-1费用较低，年度运营费用一般较低。B股在后端即赎回时收费，一定年限后可转为A股，在此期间12b-1费用较高，年度运营费用一般较高。C股的销售费用平摊在持有期内，数额介于前端和后端收费之间，12b-1费用一般介于A股和B股之间，年度运营费用一般也介于A股和B股之间。

而来自花旗全球财富管理（Citi Global Wealth Management）的夏普（Michael J. Sharp）则认为12b-1对投资者是有益的。他认为财务顾问提供的服务是综合性的，基金公司及投资者都无法单独对该服务做出有效的评估，采取12b-1方式支付比由投资者或基金公司单独来支付效率要高很多，成本也更低，他提到花旗为投资者提供的服务可以列到70多项，如网站建设，向投资者介绍不同的资产类别及资产配置知识等，很多服务不是在基金销售的时候一次性发生

的，而是分布在整个服务过程中，当一位投资者根据财务顾问的建议卖出基金后，财务顾问会继续为其提供后续服务，如果没有12b-1的支持财务顾问可能就不会这么做，甚至都不会建议投资者卖出该基金，尽管这对投资者有利。他认为12b-1费用可以促使财务顾问跟投资者站在同一立场上，更好地为投资者提供服务。

市场研究和咨询公司（Strategic Insight）的埃维（Avi Nachmany）则认为共同基金费用的不透明状况并没有那么严重，他自己做了一个试验，通过访问晨星（Morningstar）网站，他只用了四次鼠标单击就得到了一个基金完整的费用情况。他认为共同基金之所以称为“共同”的基金，可以把这种“共同”性理解为投资者之间的相互补贴。因为12b-1这样的费用都是按资产规模的百分比提取的，这样的设计可以使中小投资者从大的投资者那里得到“补贴”。不能说这样的设计是完美的，不过从设立以来它的优越性已经得到了广泛的认可。

美国共同基金业关于12b-1费用的讨论还在如火如荼地进行，现在的焦点已经转到如何提高12b-1支出的透明度这一问题上。要取消这样一项费用，恐怕暂时还无法达成一致意见。

## ■全球

### 美国 FED 注资缓解次级贷危机

上周五美国联邦储备理事会（FED）向银行系统注资，以缓解次级抵押贷款危机引发的跌势。

FED上周五曾三度进行回购操作，共向银行系统注入380亿美元临时储备资金，并发表声明称将提供足够资金以防系统崩溃。这是FED自9·11事件以来首次作出此种承诺。

投资者担心，次级抵押贷款危机恐令企业和抵押贷款市场的信贷环境趋紧，进而损伤企业获利和经济成长。与此同时，欧洲央行（ECB）、日本央行和加拿大央行也出手向金融系统注入额外流动资金。

（晓正）

### 投资者风险厌恶情绪升高

美国金融服务公司道富上周五表示，大型机构投资者的风险厌恶情绪创比去年8月以来历史高点。道富称，客户已经转至“安全第一”的投资策略，包括把股票投资从新兴市场转移至发达市场，偏爱债券，以及解除外汇利差交易。道富目前管理着约13.04万亿美元的资产。

（阿焰）

### 中信集团欲谋取贝里斯登少数股权

福布斯杂志上周四报道称，中信集团正在就收购贝里斯登大部分股权进行协商。

受次级贷款风暴影响，华尔街投行正经历信贷紧缩，且面临下半年固定收益营收大幅下降的前景。贝里斯登因为最近两支对冲基金破产而受到颇多指责。该公司上周解雇了其联合总裁 Warren Spector，认为其应该对公司旗下对冲基金问题负责。

贝里斯登面临的危机可能使中信得以较大的折价获得其股权，其股价今年已下跌26%。

（晓正）

### 巴黎银行冻结旗下三只基金

法国巴黎银行上周四宣布暂时冻结旗下三只基金，因美国次级抵押贷款行业的问题令其无法计算这些基金的价值。上述三只基金分别为 Parvest Dynamic ABS、BNP Paribas ABS Euribor 和 BNP Paribas ABS Eonia。

巴黎银行表示，一旦市场恢复流动性，这些基金的净值将继续计算，若流动性持续干涸，其将在一个月之内就可能考虑措施与投资者作进一步的信息沟通。

（阿焰）

