

## Fund

## 下一个贝尔斯登会不会出现

随着贝尔斯登遭遇危机,恐慌的投资人也开始把目光瞄准了其它华尔街的大型公司:谁会成为第二个贝尔斯登?

包括高盛、美林、摩根斯坦利等在内大型金融公司的股票,尽管今年以来饱受摧残,但仍在上周五经历了残酷的下跌。

其中,贝尔斯登股价重挫47%,创下有史以来最大的单日跌幅。雷曼兄弟亦下跌15%,该公司一向被认作贝尔斯登的亲密伙伴。截至上周五收盘,标准普尔500指数跌至1288.14点,跌幅达2.08%,距离52周低点不足5点。

## 现金为王

投资人显然震惊于贝尔斯登局势恶化的速度,而这也加剧了他们的神经过敏。在上周五的电话会议上,贝尔斯登总裁称,该公司的流动性状况在前一周忽然加速恶化。这一教训告诉我们,保存足够的现金是何等重要。

Sanford Bernstein 的分析师 Brad Hintz 解释道,在信贷紧缩的危机中,一夜破产的噩梦的确能降临到借贷人身上。“若债权人要回收资金,借贷人别无选择,只能出售资产,并收缩他们的现金平衡表。在某种程度上,流动性资产全消失了,公司也不能出售非现金部分。”

金融业界经纪商由此需要积聚大量现金——这在其财务报表中被称为流动性储备——以度过信贷市场

中的寒冬。如今,分析师都尝试对金融公司的流动性储备进行评估,因其为公司易变现的高质量资产。

与其它公司相比,贝尔斯登的现金储备并没为它应对此轮危机提供足够的安全垫。亦有分析师认为,雷曼兄弟的现金账户与其庞大的身家相比仍略显单薄,尽管目前仍可称之为强劲。

从上周五贝尔斯登的公开声明中可以发现,此轮流动性危机源于债权人对于源自贝尔斯登的间接延期贷款提前召回。这些债权人“不再愿意提供借款了”,贝尔斯登的首席财务官 Samuel Molinaro 表示。

贝尔斯登于是遭受了沉重打击。因它的紧急现金储备与债务相比过于渺小了。去年11月30日,他们的现金储备只有170亿美元,为1020亿抵押资产的17%。

贝尔斯登的资产价格亦随之大幅缩水,它需要筹措资金来充实保证金账户。“贝尔斯登没有进行充分的压力测试,没有足够的现金来充实保证金账户。”Pzena Investment Management 研究总监 Michael Peterson 表示。

## 美联储紧急救市

危机爆发后,美联储(FED)启动了针对贝尔斯登的紧急救市措施——摩根大通将从 Fed 借款,然后再向贝尔斯登提供为期28天的有担保贷款。具体贷款金额未获披露,但 Fed 官员表示其规模似乎只与后者所能提供的



担保有关,而且这笔贷款的风险将由 Fed,而非摩根大通承担。

针对贝尔斯登的救助行动是 Fed 少有的针对单一公司的干预活动。这一罕见举措表明 Fed 正全力避免贝尔斯登的问题向更广阔的经济领域蔓延。1998年金融危机时, Fed 曾在对冲基金 Long Term Capital Management 陷入困境后进行了减息。

始于去年8月的信贷危机给金融系统带来了至今未愈的重创。这一危机其后蔓延到了信贷市场的每一个角落,并正向更广阔的领域扩散。前 Fed 经济学家 Douglas Elmendorf 曾指出,银行意识到既然抵押贷款可能出现违约,其他形式的贷款也未必收得回来。

而近几周,情况忽然更为紧张直下,华尔街人人自危。考虑到公司与公司之间存在错综复杂的贷款、信贷额度、衍生品以及掉期交易, Fed 和财政部不能坐视贝尔斯登迅速倒闭,因为一脚踏空,后果实在难以预料。

一些华尔街高管预计,为了防范事态进一步恶化,贝尔斯登可能在未来几日就会被或全部、或分拆地出售。公司首席执行官阿兰·施沃茨(Alan Schwartz)在一个电话会议中表示,公司正在和投行 Lazard 讨论有无其他可兼顾全盘的替代方案。

## 还有后来人?

与贝尔斯登类似,雷曼兄弟也是个规模不大的华尔街公司,但在债券市场上占据了相当份额。当然,它的财务状况比贝家要强。我对雷曼的流动性感到比较满意。”Peterson 先生表示,他的公司为雷曼兄弟的股东,“1998年的教训不会重演。”

自1998年后,为了让它的财务报表更加强壮,雷曼兄弟减少了对短期借贷的依赖,因此类贷款能快速枯竭。去年11月底,它共有280亿将在未来12个月内到期的债务,相比之下,流动性储备账户里有349亿美

金。“并且,雷曼兄弟目前的短期贷款非常少。”Peterson 先生表示。

公司紧急现金储备达1820亿抵押金融资产的19%,这一数据让雷曼兄弟能紧随高盛、摩根斯坦利与美林之后。这些公司的现金储备分别达抵押资产的38%、39%与34%。

在可能的危机中,雷曼可以通过出售流动资产来筹措现金,这些资产目前的估价超过600亿美元。再加上现金储备,雷曼共有1000亿潜在的现金,相当于其抵押资产的54%,大大高于贝尔斯登31%的比例。

“我们的流动性状况仍然非常强劲。公司内部的流动性结构,是以具备十年竞争优势的标准进行构架的。”雷曼兄弟新闻发言人上周五强调。

但亦有分析人士认为,贝尔斯登的悲剧或意味着市场已接近底部。“每次金融危机都会以一家大公司破产为标志。其引发的恐慌性抛售,将促使各方力量进行干预。通常来说,这就意味着崩盘的结束。”

(本报记者 郑焰编译)

截至今年三月初,建仓三个多月的粤财信托·新价值一期信托产品的净值收益高达9%(已扣除业绩提成和管理费用),超越大盘收益30%、更是超越公募平均收益22%。虽然近期私募跑赢公募已经不是新闻,但如此大幅度的超越公募和大盘不得不令业界对这支私募新军刮目相看。

## 阳光私募新锐:抓小放大

◎本报记者 安仲文

## 合理选股选时

“时机选择和热点选择等具体问题,对决定阶段性收益的作用可能比选股更重要”。粤财信托·新价值的基金经理罗伟广这样认为。

他介绍说,由于他们对过去3个多月大盘下跌趋势以及大盘蓝筹将持续调整的超前判断,从而使得在资产配置时回避了不利因素,与此同时,考虑到中小盘股、成长股将成为阶段性主流热点,应重点配置的判断,为新价值产品的选时和选点(热点)的准确性奠定了基础。

去年11月中旬,新价值信托产品成立时罗伟广和他们的团队就预计,中石油的上市代表了5·30后持续近半年的大盘蓝筹行情将以泡沫破裂结束,大盘蓝筹将持续调整,指数第一目标是半年线的4800点。所以,信托成立后在板块选择和个股选股方面都重点强调个股的防御性,成长性,并阶段性地重点倾斜到调整更为充分的中小盘个股上。

其间,新价值信托产品在中小板的小盘成长股、电子元器件行业的科技类成长股,交通运输、医药、电力等防御型价值股等上面建仓较多,避开了蓝筹股的杀跌行情的同时取得了不少收益。虽然他们当时仍保持对

大盘蓝筹的中长期关注并阶段性的参与了武钢、宝钢等大盘钢铁蓝筹,但到了5500点左右新价值的研究团队判断 CPI 超预期上升的威胁仍没有过去,于是减持钢铁蓝筹兑现收益并降低了信托产品的整体仓位。

罗伟广也坦承,当时并未能预计后来发生的外围股市次贷危机和雪灾爆发等突发因素。“不过,我们提前降低了仓位”,罗伟广表示。所以5500点到现在4300点的大跌中,新价值信托产品虽然没有完全避免损失,但也保住了大部分胜利果实,扩大跑赢大盘的幅度。

## 不改牛市格局

展望2008年股市,罗伟广认为,虽然判断未来大盘走势要考虑的因素很多,尤其短期的多空因素可谓错综复杂,但抛开短期看中长期,牛市趋势不会改变。

“估值是首要因素,脱离估值因素谈大市牛熊就不是价值投资。新价值一期成立时大盘5400点,当时300指数按2008年业绩增长40%来估计的动态市盈率是40倍,但我们认为市场预期业绩增长40%过于乐观,合理预期应是增长30%左右,则40倍的估值已经不低了,所以当时我们认为大盘要调整,特别是大盘蓝筹有泡沫。”

罗伟广表示,现在大盘已经持续调整到4000点下,300指数按2008年业绩增长30%来估计的动态市盈率仅仅是23倍,综合考虑估值和增长的指标 PEG 已经小于1了,而且23倍的市盈率相对于历史上经历过类似当前中国经济起飞、本币升值、流动性过剩等宏观环境下的世界其它股市来说,估值绝对数也不高,例如日本股市类似当前中国股市环境时最高估值达60倍以上,而历史上中国股市过去两次牛市的估值高点也同样高达60倍高位。可见,无论从中国股市自身历史的纵向比较,还是类似环境下的世界股市横向比较,23倍的市盈率都很可能不是最终高点,况且当前估值已经比去年10月的高位有50%的差距了。

“牛市并不代表是只涨不跌”,罗伟广强调,投资者的情绪从牛市初期的怀疑,到牛市中期的犹豫,到牛市后期的狂热,再到调整初期的彷徨,最后到现在的绝望并预言熊市已经来了,这些都是再正常不过的投资者情绪演变过程,中外股市的每一次牛市都是这样,但股票市场自然有它自己的规律,这些规律就是由我们上述分析的宏观经济因素、估值因素、业绩增长、资金供求等因素决定的,而不是由投资者的情绪决定。目前国内经济整体上还是健康的,最多是过热导致适度的宏观调控而已,经济

衰退的风险反而更小,虽然面临经济过热和加息等调控风险,但其实是处于一个相当好的宏观环境中,牛市不会因为这种总体健康的经济而导致的合理的加息和调控而终止,反而更加持久。

## 或成今年底部

具体到近期持续走弱的市场局面,罗伟广也谈了他们团队的想法——市场已经调整5个多月、幅度超过30%,股指已经低于年线了,技术上看,无论时间、空间都已经足够一次牛市的调整结束并重新启动了,尤其近期管理层暂停半年后大量恢复基金发行甚至 QFII 开闸,都是明显的政策信号。

“无论基本面和政策面都明确了底部,就差先知先觉的市场主力资金通过反复震荡吸纳散户低位筹码,以及后知后觉的散户最后醒悟了。现在就等市场信心恢复、相关利空兑现和消化了,市场可能以此作为结束调整并启动的契机,而时间很可能是在3月底,但底部区域基本在4000点附近了。”他告诉记者。

罗伟广进一步认为,如果3月底大盘4000点附近见底判断正确,预期大盘将会在年内挑战6100点的历史新高,能否突破让我们拭目以待。虽然牛市大方向确定,但下半年

的走势变数较多,我们会根据各种主要因素的变化更新我们的判断,暂时的观点是——2008年较有可能是一个偏强势的震荡市格局,创新高可能性较大,但新高之后更可能是回调震荡而不是2006、2007年的单边上涨格局,2008年有望成为多年大牛市格局中的一个过渡阶段。

市场风格轮换的格局在今年市场将尤为明显。罗伟广对此也深有感触。“可以说,2005年牛市以来,这种风格轮换的规律一直在延续着,我们预期2008年仍会维持这种风格轮换,只是大盘蓝筹行情总体上难有2007年的辉煌了,更多可能是近期有一次超跌反弹机会和年内有一次阶段性地占据主流的机会。”

罗伟广认为,中小盘成长股、资产注入等外延式增长类个股很有机会占据2008年全年的市场主流;消费类、医药、交通运输、电力等防御型二线蓝筹,会在大盘阶段性高位时期或下跌阶段,成为稳健型和避险型资金,特别是大型基金的重点配置对象,如能结合当时市场特点和时机,阶段性的配置该类品种以防范大盘风险,有利于争取超额收益。

“2008年个股热点将明显比2007更多样化,以配合今年震荡市的大格局,但在深入调研的基础上抓‘小’放‘大’可以更能取得超额收益。”他这样总结。