

两年半的“滑铁卢” 抹平过去十年辉煌业绩

——比尔·米勒的故事

◎晨星(中国)梁锐汉

曾经连续15个自然年度击败标普500指数创造无比辉煌的业绩,被誉为华尔街的又一个投资“奇迹”,却在最近两年半的投资上屡受挫折,业绩严重跑输标普500指数和同类基金,导致其最近3年、5年和10年年化回报率排名同类基金的后端。这就是华尔街宠儿、美盛价值(Legg Mason Value)基金经理比尔·米勒的投资故事。昔日的光环如昨夜甜甜的残梦,如此的历历在目却已相隔千里,留下来更多的或许是投资者疑惑的眼光、媒体把过去辉煌和今天的惨痛反复的对照和放大和比尔·米勒静静的思考。

►► 艰难时光

或许,这是很多基金经理所不能承受之重:从职业生涯的巅峰垂直下落到谷底。不知道是之前15年的辉煌衬托了今天惨痛的从天而降,还是今天的惨痛映射了之前15年辉煌的来之不易。

截至今年6月份,由于过去两年半的表现低迷,比尔·米勒管理的美盛价值基金所获得晨星评级只有一颗星——也就是最低的星级。截至今年7月18日,美盛价值基金今年以来已经损失了30.59%,分别低于同类基金大盘平衡型基金和标普500指数17.7和17.44个百分点。展开更长的历史看,基金最近3年年化回报率分别落后同类基金和标普500指数13.29和13.3个百分点,最近5年年化回报率分别落后同类基金和标普500指数分别为8.24和8.21个百分点,导致基金最近1年、3年、5年年化回报率排在同类基金的后10%,最近10年的也只能排在同类基金的后30%。在2003年,晨星曾经把美盛价值从晨星精选的名单中剔除,虽然当时该基金仍处于其连续15年击败标普500指数的辉煌时期,但我们认为相较之下该基金的费率太高了。晨星多年的基

金研究发现,费率在长期里对投资者回报非常重要。直视美盛价值最近两年半惨烈的损失,晨星分析师罗素(Russel Kinell)依旧对比尔·米勒和他的投资方法抱有信心。

对米勒来说,最近两年半的投资会成为他整个投资生涯的“滑铁卢”吗?回顾米勒之前的投资经历,这种说法很难成立。比尔·米勒独特的选股理念仍可以帮助基金在长期里战胜大多数同类,但现在确实是比尔·米勒的艰难时光。

►► 集中投资

很多人之前认为比尔·米勒是一个嗅觉灵敏的投资者,总能比其他投资者早一步发现“新大陆”,在正确的时间进入正确的行业来击败同类和市场。但这种描述对米勒来说并非公允的。相对那种认为米勒的资产配置在行业之间轮动如入无人之境的说法,米勒更多是用5年乃至10年以上的眼光来配置资产,而且对行业的偏好也保持着高度的连贯性。

米勒喜欢金融、技术和互联网股票,在他的重仓股中可以看到零售、传媒和医疗保健类股票。与此同时,米勒并不青睐商品类股票,包括石油和铜等。可以看到,米勒喜欢的行业在整个上世纪90年代表现相当出色,但在3年前石油价格开始飙升时受到很大的损伤。另外一个角度,在低通胀年代,米勒表现非常出色,但在商品价格持续走高和金融类股票在次贷危机中受挫严重的今天,米勒显得如履薄冰。

晨星分析师罗素认为,米勒投资策略的精髓便是高投资集中度。相比其他基金经理,米勒愿意下更大的筹码在更长的投资期中等待收获。在1999年,米勒在50多美元的高位上买入亚马逊的股票,他看好亚马逊的竞争优势和增长潜力。接下来的投资者都会知道,在2000年互联网泡沫开始破裂,亚马逊当年股价下跌了80%。但米勒不为所动,反而继续大笔买入,米勒的



坚持得到了回报,在2002年和2003年,该股票分别上扬75%和179%,这时米勒才开始调整在亚马逊上的仓位。这种投资风格是米勒区别于其他基金经理的重要原因。而且,对米勒管理的美盛价值基金来说,亚马逊是一只很典型的股票,该基金中那些表现最好和最差的股票持有期长达多年。回到目前,我们很难认为米勒的投资策略和他在创造连续15年战胜标普500指数时没有什么改变。

基于业绩的变化,美盛价值基金的资产曾经从几个十亿美元的规模扩张到巅峰时的230亿美元,而现在已经回落到大约130亿美元。相对于米勒集中投资的策略,资产规模的变化并没有让该基金不堪重负。

当然,由于外部环境的改变,米勒和他所管理的基金也出现相应的调整,美盛价值基金在中盘股票上的仓位比重出现了轻微下降。相比以前,该基金现在在某些公司上持仓比重更高,这意味着需要更长的时间来建仓和减仓。

另外一个变化是米勒对互联网股票的兴趣加大了基金的波动性。该基金的标准差高出标普500的

从30%提高到50%,几年前一度高出75%。

此前米勒曾经表示考虑更为分散化的投资。对此我们曾担忧米勒是否会因此远离那些造就他成功故事的策略。然而,当我们再一次翻看美盛价值的十大重仓股时,我们发现基金的投资集中度仍然接近高峰期。目前基金的十大重仓股比重为49%,比顶峰时的55%有所回落,但仍高于整个90年代中期40%多的水平。米勒的集中投资策略依然得到坚守和执行。

►► 故事能否续演

行业的轮动是如此的反复无常,对米勒管理的美盛价值今后十年的一个展望是,行业对基金业绩的贡献将比不上上世纪90年代的情形,但也不会像过去三年那样对基金的伤害如此深重。综合考虑基金目前的交易规模和风险程度,晨星分析师罗素认为米勒有可能在今后的5个自然年度中的3个年份中超越标普500,如果基金的费率从目前高达1.69%下调的话,今后8年战胜标普500的年份有可能达到5次。

■全球

原油期货价格 上周下跌4%

◎本报记者 徐婧婧

来自《华尔街日报》的消息,纽约商交所原油期货价格上周收盘下跌,商品市场受到了美国经济滑坡和需求下降的影响。

纽约商交所九月轻质低硫原油期货结算价周五下跌223美元,至每桶12326美元,跌幅1.78%。ICE期货交易所布伦特原油期货结算价下跌1.92美元,至每桶12450美元。

近月交割的原油期货价格已经连续三天低于130美元关口。自7月3日创下每桶145.29美元的历史最高结算价以来,油价已下挫22.03美元,跌幅15%。

八月RBOB汽油期货价格下跌2.71美分,至每加仑3.0323美元,跌幅1.78%。八月取暖油价格下跌4.42美分,至每加仑3.5229美元,跌幅1.24%。

欧元区经济增长 前景不乐观

◎本报记者 徐婧婧

来自英国《金融时报》的消息,一系列数据证实,欧元区15国在商品价格高企、全球需求疲软和欧元走强影响下,其规模达12.2万亿美元的经济正迅速恶化。

欧元区采购经理人指数(PMI)显示,私人部门的活动在7月份连续第二个月出现收缩。该指数被视作衡量未来增长趋势的良好指标。

欧元区三大经济体的商业信心也跌至数年低点。由于欧洲最大经济体德国的约7,000家企业不看好当下及未来的商业状况,德国7月份Ifo商业景气指数从6月份的101.2降至97.5,为2005年9月以来的最低点。在订单增速减缓和物价上涨的影响下,法国Insee商业气候指数跌至三年低点。意大利ISAE指数也降至2001年10月份以来的最低水平。

上述结果表明,虽然在过去一年的金融市场动荡中,欧元区遭受的打击没有美国和日本那么严重,但油价飙升及其对全球增长前景的影响正在对欧元区构成冲击。

货币市场共同基金 资产增加88亿美元

◎本报记者 徐婧婧

截至7月23日,货币市场共同基金资产增加88.1亿美元

美国投资公司协会(ICI)上周四公布,截至7月23日当周美国货币市场共同基金总资产增加88.1亿美元,至3507兆(万亿)美元。

截至7月23日,面向散户的货币市场基金资产增加27亿美元,至1231兆美元。其中应税基金资产增加374亿美元,至9271.7亿;免税基金资产减少104亿美元,至30392亿。

截至7月23日,面向机构投资者货币市场基金资产增加61.1亿美元,至2.276兆美元。其中应税基金资产增加80.1亿美元,至2.085兆美元;免税基金资产则减少19亿美元,至1914.8亿。

香港推出首只黄金ETF

◎本报记者 徐婧婧

来自香港证监会7月23日的消息,香港证监会已认可首只追踪黄金价格的交易所买卖基金(ETF)在香港联交所上市。据了解,这只黄金ETF为道富公司旗下的投资管理部门——道富环球投资管理及其世界黄金信托服务机构共同推出,名为SPDR金ETF。

该只黄金ETF是以实物黄金为基础资产,追踪现货黄金价格走向的衍生工具,为投资者提供一种无须进行实物黄金交割而又能参与黄金市场的简易投资途径。目前,金价正在历史高点附近徘徊,而亚洲投资者正在寻找对冲通胀风险的

方法。据统计,全世界的黄金ETF已经超过10只。

黄金是亚洲投资者的传统最爱。现在他们正给予黄金更多的关注,目前即时交割的黄金价格比去年上涨了36%。香港6月份通胀达到6.1%,接近10年以来最高点,而去年同期通胀仅为1.3%。

交易所交易基金让投资者在无须自己储存或者运输黄金的情况下拥有黄金,并且能通过出售基金股票,轻易将其所持资产转换为现金。

香港证监会副行政总裁及政策、中国事务及投资产品部执行董事张灼华女士表示:“投资者对商品市场的兴趣日益增加,我们与业界一直以来合作无间,以便与商品

有关的不同产品能够在香港市场上推出。”张女士续称,“发展类别广泛的金融产品是香港证监会的重点工作之一。香港推出首只零售黄金ETF,对此我们感到高兴。”

SPDR金ETF是道富环球旗下系列ETF产品——SPDR ETFs的一个。SPDR ETFs由道富环球投资管理发行,为专业投资者在选择投资工具方面提供多样化的选择。作为行业先驱,道富公司于1993年与美国证券交易所合作推出全球首个ETF(SPDR S&P 5001;代号:SPY)。据了解,道富环球在2004年11月份已经在纽约交易所推出“StreetTracks Gold shares”黄金ETF,该基金随着国

际黄金价格一路飙升,成交活跃。

道富环球一向与香港特区政府关系密切,特区政府盈富基金即由道富代管理。香港特区政府在2007年1月16日公布金融发展建议中指出,香港拟发展在交易所买卖的商品期货及期权,起步的发展产品为黄金和能源产品。早在几个月之前,市场就传闻,第一只登陆香港的黄金ETF将来自道富环球。

世界黄金信托服务机构(World Gold Trust Services, LLC)是世界黄金协会的附属机构。世界黄金协会由世界具领导地位的黄金矿业公司出资建立,是一家以商业模式运营的国际营销组织。