

Fund

金融风暴下的蛋：“去杠杆化”会带来什么

◎本报记者 弘文

“去杠杆化”(Deleveraging)如今正成为全球基金经理和经济学者口中的热门词汇。从南至北,从华尔街到香港中环,从美联储主席到一线的对冲基金操盘者,嘴里念叨的都是这个词,以及隐藏在它背后的那个风雨飘摇的市场。

而在其中一些人眼中,“去杠杆化”已经是未来一个时代的主题词,它是全球金融市场的重大变化,是对过去三十年世界金融发展路径的“修正”。这股浩浩荡荡席卷全球的“去杠杆化”风潮,究竟会给世界经济和市场带来哪些影响呢?在全球化背景下,内地投资者该如何应对呢?本期基金周刊予以关注。

何谓“去杠杆化”

综合各方的说法,“去杠杆化”就是一个公司或个人减少使用金融杠杆的过程。把原先通过各种方式(或工具)“借”到的钱退出去,就是“去杠杆化”。

单个公司或机构“去杠杆化”并不会对市场和经济产生多大影响。但是如果整个市场都进入这个进程,大部分机构和投资者都被迫或主动的把过去采用杠杆方法“借”的钱吐出来,那这个影响显然不一般。

一些机构认为,如果这股风潮蔓延,那么原先支持金融市场的大量复杂的组合、杠杆放大的投资工具会被解散。衍生品市场萎缩,相关行业受创,市场流动性因此大幅缩减,并导致经济遭遇衰退。

甚至有机构投资者认为,美国(即将)进入大规模去杠杆化的过程,这种影响将逐步向实体经济扩散,导致美国陷入衰退,整个经济调整期或许将需要十年。

“去杠杆化”会导致什么

那么去杠杆化将如何影响当前的资本品和资本市场呢?

美国债券之王比尔·格罗斯的最新观点是,美国去杠杆化进程,已经导致了该国三大主要资产类别(股票、债券、房地产)价格的整体下跌。

格罗斯认为,全球金融市场目前处于去杠杆化的进程中,这将导致大多数资产的价格出现下降,包括黄金、钻石、谷物这样的东西。“我们经常说总有机会存在于市场的某个地方,但我要说现在不是时候。”

格罗斯表示,一旦进入去杠杆化进程,包括风险利差、流动性利差、市场波动水平、乃至期限溢价都会上升。资产价格将因此受到冲击。而且这个进程将不是单向的,而是互相影响、彼此加强的。比如,



当投资者意识到次贷风险并解除在次级债券上的投资杠杆时,那些和这些债券有套利关系的其他债券、持有这些债券的其他投资者、以及他们持有的其他品种,都会受到影响。这个过程可能从有“瑕疵”的债券蔓延到无瑕疵的债券,并最终影响市场的流动性,进而冲击实体经济。

“去杠杆化”下的抉择

那么面对“去杠杆化”,各路投资者的对策是什么呢?

部分机构投资者认为,考虑到去杠杆化导致的通货紧缩后果,在去杠杆化集中释放的阶段,应该尽量坚持“现金为王”的态度,如果要选择股票,也要尽量选择那些现金充裕,资产杠杆低的公司,因为,他们可能是未来兼并潮中的食人鲨。

还有投资者认为,要关注短期通缩后部分新兴地区的中长期通胀可能。当然,这是较长时期的一个考虑。而目前达成共识的是,资产价格将结束浩浩荡荡的上涨波段,转入下跌。

基金手记

有技巧的风险承受者



交银稳健基金经理 郑拓

普通投资者惧怕风险,因为风险意味着可能的损失。但职业投资者则认为,风险这枚硬币应该有两面,损失的另一面就是机会。

风险究竟是什么?是不确定性,不管事情有多坏,只要投资者确定地知道会坏到什么程度以及大概时间,就可以根据相关的假设计算资产的现值或价格,风险也就逐渐可以控制了。对未来的确定性越高,则风险越小。这也就是股票市场的预见能力。而对于未来确定性的认知水平,就是我们所说的职业投资人承担风险的技巧。从国外市场的数据看,股票指数总是领先于GDP和企业盈利见底,道理即在于此。

那么投资者什么时候应该主动承担风险?什么时候应该尽量规避风险?大概可以从两个维度来考虑问题。第一,市场是不是足够便宜;第二,这种“便宜”有多大的可靠

性?股票价格便宜与否,无非是相对于未来盈利而言。如果未来盈利的不确定性很大,那么现在的便宜就要打个问号。

在市场的不同阶段,对于风险和利润的侧重点应该有所不同。如果市场估值偏高,而宏观经济面临重大不确定性,那么保护资本,或者说控制系统性风险应该为重中之重;当市场不确定性逐渐消除,而估值被严重压缩的情况下,我们更应该将注意力放在寻找机会上来。即使GDP和企业盈利仍会恶化,但股票市场的机会仍然会在悲观的情绪和剧烈的震荡中悄然来临。别忘了,市场是经济指标的领先者而不是追随者。

那么,如何解析A股市场目前的两个维度?

第一个维度是估值。A股市场目前的估值水平和印度市场比较接近,比其他亚洲新兴市场大概有20-30%的溢价。严格来说也不能算是便宜。不过,考虑到中国经济自身的活力和规模,以及政府强大的财政实力和经常账户盈余,中国应对全球经济放缓的能力在亚洲首屈一指,所以相对于周边市场享有一定的估值溢价也算合理。中国香港上市的国企股和蓝筹股的估值水平则低于印度,并和其他亚洲新兴市场以及其历史低点基本相当,下行风险很有限,而大市值公司A股与H股溢价则从负溢价到30%不等。所以,总的来说,A股股价水平虽不便

宜但基本合理,一些行业甚至已经出现一定程度的低估。当然,在熊市里,仅仅因为价格便宜就买股票,并不是聪明的做法,我们还需要考虑另一个维度。

第二个维度是宏观经济未来的不确定性。从这个角度看问题,似乎最坏的时刻已经或正在过去。如果放在几个月前来看这个问题,市场当时面临两个重大的不确定因素:美国信贷危机拖累美国乃至全球经济陷入严重衰退,以及中国经济硬着陆的风险。

十一期间,美国国会通过了7000亿美元的“救市方案”。从目前掌握的数据来看,基本上可以应对美国因次级债引发的金融和信贷危机。尽管美国的房价还在跌,尽管美国9月份的国内消费、就业和工业活动数据愈发惨淡,但美国政府史无前例的救市壮举应该使美国信贷危机不至于拖累美国的实体经济陷入严重衰退。影响美国乃至全球经济最大的不确定性逐渐清晰,投资者的注意力会逐渐转移到今后几年经济增长速度上来。

其次,上个月中国央行的加息出乎市场的预料。据估计,中国政府在未来的3-6个月,会根据国际国内经济发展开始逐步放松货币政策。保增长渐渐成为政府主要工作目标,于是,由于紧缩过度或时间过长而致使经济硬着陆的风险将有望得以化解,这也将消除股票市场的

不能肯定央行已经进入加息周期,但一旦这个周期因为美联储再次降息,或者国内第二次加息得以确认,那么中国经济将在未来2-3个季度逐渐进入底部区域,并为2009年下半年和2010年经济的回升积蓄力量。另外,美国股市最快可能于今年四季度见底,欧洲股票市场则可能在2009年上半年见底。外围主要市场的稳定在未来3-6个月会为A股市场的最终企稳创造良好的外部条件。

然而,对市场现阶段的大幅震荡和非理性杀跌深有体会的投资者,或许很难理解市场的不确定性已经在显著降低这一现实。考虑到房价仍处于高位,而企业盈利增长还会显著放缓,现在买股票的建议看起来仍不像是个好主意。用“乱市”来形容目前的市场,真的很贴切。不过,大破坏的年代,也是英雄辈出的时代。作为职业投资者,考验既在于过去一年如何控制风险,也在于未来一年如何创造盈利。毕竟职业投资者的意义不等同于简单的风险规避者,更应该是具有技巧的风险承受者。当然,要真正做到这一点,除了远见和敏锐的观察力,还需要多一点勇气。



资金观潮

结构的力量

◎本报记者 周宏

有位经济学家曾经论述中国目前的宏观经济是面临“结构性问题”,因此不宜用货币和财政这样的非结构性政策来根治。

这个说法如果放到目前的基金发行市场来说,可能还有一些借鉴意义。

总体看,目前基金发行似乎陷入了一个难以走出的痛苦轮回之中。比如,如果A股市场下跌,那么新基金(主要是偏股型基金)的发行肯定会越来越差,而且这种差会进一步伤害今年早些时候认购基金的投资者的信心,为基金发行未来的进一步降温打下基础。

而如果A股市场大幅走好,那对不起,即便新基金发行能够有所回暖,(估计全市场也就回暖个10多亿的量),但存量基金的赎回却可能会上升。于是,10多亿乃至数十亿的新基金增量,和上万亿存量基金中的潜在赎回意愿相比,形成的只能是“杯水”与“车薪”的关系,因此,似乎结果是,无论这个市场怎么走,好像偏股基金的规模都是面临一定压力的。

这个其实就是这个市场的结构性问题了。

根据天相数据的统计,2007年年末(本轮基金扩张的高峰),全行业的基金资产总规模超过3.16万亿,其中,2.97万亿属于偏股型基金,偏股基金的比例占到行业的94%,这个比例显然是难以持续保持的。无论是按照人口结构、还是投资者的风险承受能力,上述结构注定只能是一个阶段性的特征。而当时间开始发挥它的威力的时候,市场自身的调节能力将不可避免的作用,一个回归过程也会注定发生。

从这个角度看,今年上半年以来,低风险基金时隐时现、但大方向崛起的趋势便变得无可阻挡。一个简单的数据是,今年前8个月债券基金的发行个数已经超过了过去3年的总和。规模方面,今年以来债基募集总额在8月底前就已接600亿元,这个数字也大大超过了过去两年的水平。

而这还是面上看得到的数据,由于债券市场的火热,包括货币、债券基金的申购在最近两天都处于急速放量的状态,据悉,短短一个月规模扩张10%都不是很令人惊讶的数字。因此,实际上,低风险基金的崛起速度,很可能远远超出目前能够统计到的数字。

视线再放远一些,伴随着债券市场的走好,以及贷款利率走低趋势更加明显,债券市场牛市的也变得更加明显,每轮股票熊市和货币政策宽松的叠加时期,都是债券市场异常火热的时代。且看这一轮能否重复过去的故事。

最近成立的十家偏股型基金

基金简称	首发规模(亿份)
广发核心精选	12.43
友邦华泰价值增长	4.06
汇丰晋信2026	3.35
中欧新蓝筹	3.25
新世纪优选成长	2.78
信达澳银灵活配置	5.34
农银汇理行业成长	68.4
工银瑞信大盘	14.35
金元比联成长动力	3.74
华商盛世成长	3.85