

■每周酷图与思考|Chart and Idea|

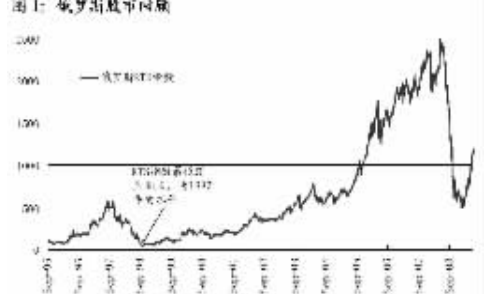
对冲基金葵花宝典

国泰君安策略团队

对冲基金经理的出身多种多样,有高中毕业的投行交易员出身、有公募基金经理,也有大学教授和诺贝尔奖得主,风格更是千奇百怪,有技术派、宏观经济分析派、数量套利派、投资者行为分析派等,但是有些成功的秘诀是共通的。

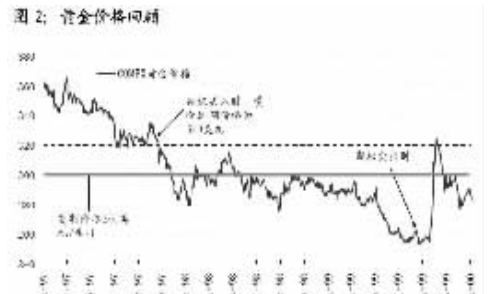
1、股灾 후에는最佳的买入时机。

尽管长期资本管理公司和索罗斯等大鳄1998年在俄罗斯市场损失惨重,但也有对冲基金在俄罗斯泡沫破灭后杀回俄罗斯市场,在1999年大量买入,长期持有后获得高额收益。新兴市场的波动幅度很大,往往能带来很好的投资机会。例如,本轮次贷危机之后,有很多对冲基金在全球各地抄底干坏事。

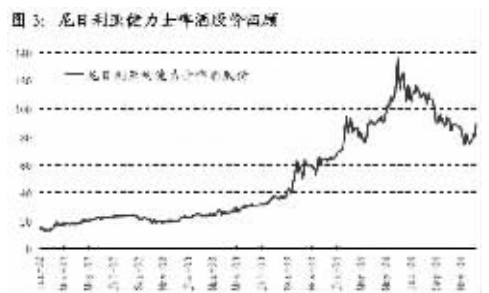


2、购买收益/风险极低的低价资产以获取长线超额收益。

1997年黄金远期价格一直向上,5年远期黄金价格达到380美元,按当时的远期和波动率计算,5年期交割价格为300美元的黄金买入期权仅为3美元。有对冲基金觉得该收益与风险的对比极其突出,因为5年内说不清会发生什么导致黄金价格的下跌,而成本只有3美元,2年后他们将期权以18美元卖出。



某对冲基金经理在《经济学家》杂志上读到一个报道,说尼日利亚的人均啤酒消费量从34升下降到3升,又回升到4升。在这样一个热带国家,啤酒消费量下降90%显然不正常,事实上啤酒消费已经开始反弹。尽管与1999年尼日利亚人统治结束的历史背景有关,但也显示其很好的市场潜力。



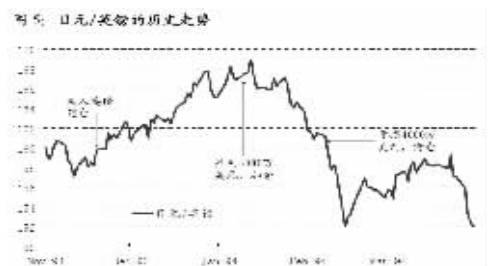
3、寻找错误的市场定价或趋势

错误的市场定价的案例很多,最著名的是索罗斯冲击英镑和东南亚金融危机等。这里举一个德国马克的例子。1989年开始,东欧政局动荡,两德合并有望。1989年的11月9日,柏林墙在东、西德人民的欢呼声中倒塌,德国马克一路上涨,市场中所有人都看好马克的前景,但事实上这种上涨已经开始透支未来,1989年底,瑞士政府开始大幅提高利率,但是市场不为所动,投资者仍对马克充满信心。有对冲基金经理认为,瑞士法郎被低估,瑞士法郎空头必将回补,有潜在剧烈上升的趋势。



4、及时止损

在实战中,看错导致损失时常发生。好的基金经理往往会设好止损线,一旦跌破立刻止损,以防过度自信导致满盘皆输。某基金经理曾在1993年-1994年做多英镑,但由于美国政府攻击日本的贸易政策和英国通胀水平超预期上升,导致日元升值和英镑大跌。尽管从长期看,英镑是大涨的,但当短期不确定性上升时,保持严格的操作纪律是活下来的先决条件。



■名家|Columnist|

房价越高 穷人越好

曾大师好,我现在最关心的就是北京房价能不能降,望指点迷津哦。”

宛平,你好!迟复为歉。关于北京房价,我曾公开预测未来十多年,只会越买越贵,但不会买错。事实证明说对了。今后,短期受政策影响,可能会平稳一段,或者能回调一些。但中长期而言,北京房价肯定是一路走高的。因为北京已经不是北京人民的北京了,是全中国、全世界购买力决定其房价的。现在限购等反市场经济的措施不会长久。”

小曾同学好,关于北京房价,太贵了,老是想等政策调控之下能降一点。听曾大师这意思,只会越来越高,唉,我这老腰哦,写到啥时候能买套好点的房子哦。再致谢。老同学,晚安。”

曾宪斌

上面那段文字是我和同学王宛平的一段对话。王宛平是《甜蜜蜜》、《金婚》、《幸福像花儿一样》等影视作品的编剧,被媒体称之为中国三大编剧之一。她的话让我大为惊讶,我早就从冷冰冰的数字知道了80%以上的北京市民买不起房子,知道了北京房价之高给市民带来的买房难的困惑。但像王宛平这种大腕依然会为买房发愁,还真是令我震惊!对于这个问题的求解,我想说说自己的看法。

老百姓需要“住房公交车”

我曾注意到一条新闻:《浙江萧山一楼盘开盘排号引发千人冲突》,这个题目传递的信息让人心惊,国内房价如果照目前的情况下去,民众会越来越绝望、越来越绝望。解决民众最关注的问题是压抑房价的方式来解决呢,还是用移动保障房的方式来解决?这是我十分关心的一点。

中国从1998年开始实行“房改”,民众对高房价的不满情绪不是从一开始就有的,而是随着商品房价格逐渐与市场脱节,逐渐加深、逐渐绝望。其实,中国城市里50岁以上的人大部分都有自己的住房。比如北京,有数据统计北京市民72%有自己的住房,18%有两套以上的住房。现在没房的主要是中低收入、进城的农民和年轻人,他们的收入完全负担不起现在的房价。

现在的住房之所以令群众从失望到绝望到愤怒,是因为穷人没有。富人可以开宝马、奔驰,穷人可能羡慕嫉妒恨”,因为他们有公交车解决行路的问题,所以他们不会愤怒、不会绝望。现在一些中低收入家庭没有住房,没有容身之地,即连“公交车”级别的住房都没有,而房价还在变得越来越高不可及。

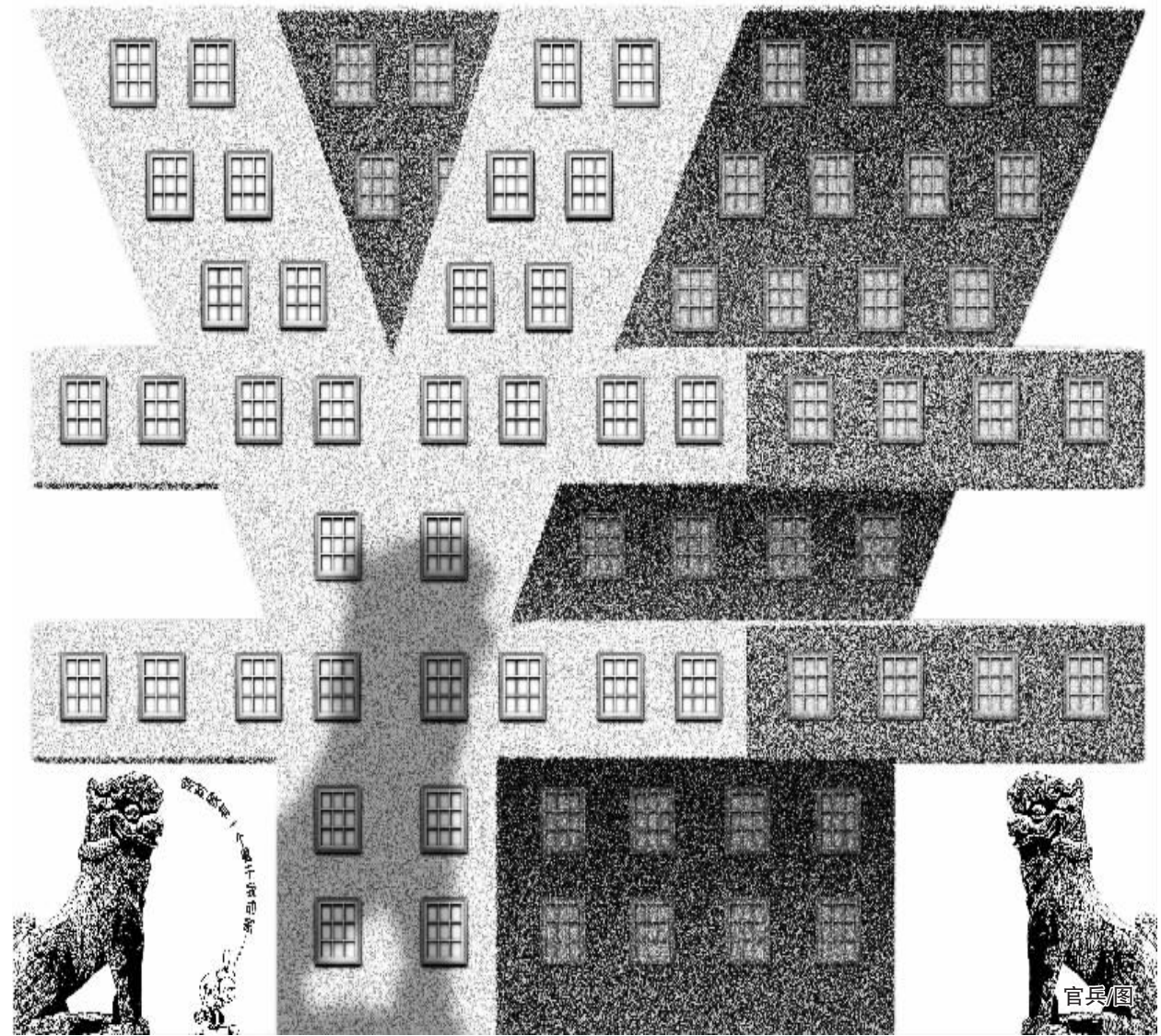
我认为,“居者有其屋”中的“屋”其实是有两层含义:一是指商品房,二是指遮风避雨之所,即保障房。现在吃、穿、行有了保障,但在住”方面还没有保障。政府只有提供公共品,才能解决民众的愤怒。这是第一个问题。第二个问题是,政府有没有能力来解决这个问题呢?政府每年从房地产里获得多少收入呢?数据很惊人。众所周知,房地产开发过程中的成本,地价、税费和建安成本,一般各占三分之一。光说土地出让金,去年中国土地出让金达2.7万亿元。2.7万亿元能做什么?我粗略计算了一下,建设普通多层的房子,按现在在全国平均成本1000元每平方米计,可以盖2.7亿平方米;如果按60平方米一套保障房计算,能盖4500万套;如果按中国平均3.2人为一户人家来计算,可以住1.5亿人左右。也就是说,就算现在每年有1000多万大学毕业生、1000多万进城农民工及其他需要住房的人群,2.7万亿元完全可以解决1.5亿人的住房问题。所以,房价越高,土地出让金越多,可建的保障房也越多,对老百姓是越好的。

政府有义务公开土地收入去向

问题是,现在商品房一半以上的收入被政府拿去了。年年的巨额资金,主人有权利知道公仆们用到哪里去了。政治民主的推进应从财政公开开始,从土地财政开始。

自唐宋元明清到民国政府,没有土地财政,不靠卖土地的钱,也要维持运转,也要发展经济。人民是国家的主人,人民政府是代表人民的,那么卖了人民的钱就应该给人民盖房啊,这是天经地义的事情。现在房价越来越高,本来应该盖更多的房,穷人应该更好。

而现状是什么?政府从最初拿出土地出让金的3%到现在拿出10%建保障性住房,都只是历年土



地出让金的零头,而且地方政府对于建设保障性安居工程的任务指标没有一年是完成的。可见,这是“非不能也”,而是“不为也”!

问题就出在没有财务公开。一位山东的开发商曾对我说,他所在房产公司去年销售收入的一半以上都被政府拿走了,除了土地出让金外,还有占销售总额2.5%的税、占销售总额10%的费及其他开支。一位北京的开发商告诉我,去年公司销售收入的半以上交了政府。虽然因区域、房价不同,上交比例会有差异,但去年国家从房地产获得的收益,除了2.7万亿元的土地出让金之外,还有其他税费,超过3.5万亿元是毫无疑问的。这么一大笔钱,去了哪里?

每年那么大的土地出让金到底到哪里去了,这要反复追问。那么,要向谁追问呢?各级人大代表要代表人民追问,很多人代会要一提热点问题就说要抑制房价,其实是方向指错了,应该是追问每年那么大的土地出让金到底到哪里去了。

伪专家要对群众买不起房负责

现在对于房价的声音有一些“伪民意”。其实真正有自己住房的那些人,是不希望房价下跌造成自己财富缩水的。另一方面,房价下跌其实对

有钱人有好处,对于中低收入群体,目前的房价降一半他们也买不起。如果房价下跌,有钱人会乘机低价购买住房。

我曾经写过两篇文章,提出以下几个观点:第一,中国目前是人口红利时代,刚性需求太旺盛,没房的要买房,有房的要增值,自然带来非常态的房价上涨。第二,只要一个国家的经济在增长,民众收入在增加,对住房的需求肯定是上升的。中国经济在未来15年-20年还将继续增长,所以房价没有理由大幅下跌。第三,城市化进程中,每年约有1300万左右农民进城,主要城市的价格会拉高;第四,中国最基本的国情是人多地少,在有限的土地上盖有限的房子,必然出现供不应求;第五,中国区域经济发展极度不平衡,大量的人口流向发达地区;第六,中国崛起带来商品溢价,其中就包括商品房;第七,非常态的流动性,国内钞票印得太多。个人认为,北京、上海、广州、深圳这四大城市的房价,跟国际其他重要城市相比是被低估的。

有人提出,以北京为例,按房价收入比,北京的房价与当地居民的经济承受能力对照,能算合理吗?事实上,北京这个城市是北京居民的收入没有关系,在北京的许多人不是北京市民,对于没住房的北京市民,政府

要提供“公交车”,对于外地居民,北京不是他们的安身立命之处。一套北京住房是世界级的奢侈品,“均贫富”的思想严重妨碍社会进步。

房价上涨有正常因素,也有非正常因素。前者是经济学常识,价格由需求决定,还与国人的传统基因有关。不论是办小企业,还是股票、期货、银行存款、艺术品,投资什么都有风险,十多年来国人投资唯一的狂欢节,就是买房。主因是流动性,还有一种表述是钞票印多了。十多年来,中国货币发行量比GDP增长多出18%。去年前三季度GDP总量为26.86万亿元,货币发行量为68.6万亿元,接近2.6倍。目前还有超过1万亿美元的美国国债,这些不断贬值的美国国债把国内老百姓的财富变相剥夺。所以房价涨并不是人的主观意愿决定的。

房价高不是“说房价会涨的专家”说上去的,他们只不过是“天气预报员”。而那些年年说房价有泡沫的伪专家,要为老百姓买不起房负责!因为很多原来买得起房的,听了这些伪专家的泡沫论,一等再等,本来买得起的现在变得买不起了。这不,十年前在北京能买一套房子的钱,现在连一个厕所也买不起了。

(作者系知名房地产策划师,清华大学教授)

二季度基金持仓行业集中度显著下降

以目前的基本面情况和权重股的走势看,基金在第三季度出现增持的概率较大

张刚

截至7月21日,按规定应该披露2011年第二季度投资组合的61家基金管理公司的762只基金已全部公布完毕。上证综合指数2011年3月31日的点位为2928.11点,6月30日的点位为2762.08点,累计跌幅为5.67%。此期间大盘在4月18日形成年内最高点3067.46点后,持续下探,6月20日创出年内的最低点2610.99点之后快速拉高。

基金经理们在2011年第二季度做了怎样的持仓调整呢?我们不妨根据天相系统的基金组合数据情况,来洞察机构投资者的持仓变化。

从基金的行业持仓汇总情况看,第二季度股票持仓市值所占比例最大的前两个行业为机械设备、金融保险,和2011年第一季度、2010年第四季度的一样,次序也未变,但比例均出现下降。食品饮

料由2011年第一季度的第四名上升至2011年第二季度的第三名,比例上升。金属非金属由2011年第一季度的第三名下降至2011年第二季度的第四名,比例下降。采掘业在2011年第二季度保持上季度的第五名位置,市值比例下降。前五个行业合计持仓市值所占比例,由2011年第一季度的46.88%,下降至2011年第二季度的45.16%,行业集中度出现显著下降。

从持仓市值所占净值比例增减变化居前的五个行业上看,基金在2011年第二季度适当增持了食品饮料、房地产,比例增加值分别为0.61%和0.46%。小幅度增持了医药生物、电力供水供气、批发零售,市值比例上升在0.3个百分点以下。同时,基金大幅减持了机械设备,市值比例下降近2个百分点,金属非金属下降接近1个百分点,电子、石化化工、采掘业的市值比例也有一定的下降。

分析基金持仓行业市值的变化,有以下特点:第二季度由于欧债危机爆发,国内宏观调控力度增大,机械、金属非金属、电子、石化化工、采掘业被基金经理减持;连续地收缩银根、上调利率,使得金融、保险也被减持;同样属于周期性行业的房地产却被增持;食品饮料、医药、批发零售等消费类行业被小幅增持;属于一季报亏损严重的电力,则因电价上调也被小幅增持。在22个分类行业中,被减持的有14个,基金对多数行业的经营前景悲观。

由此可见,2011年第二季度由于经济增速下降、通胀加剧和银根收紧,让基金经理减持周期性行业,转而增持消费类行业,进行防守型建仓,总体仓位小降,而对6月底触底之后的上升走势出现了误判。

二季度股票方向基金并未遭到大规模赎回,基金经理进行了主动性减持,尤其以封闭式基金减持幅度最大,而股票型基金因持仓限制减持幅度最小,指数型基金份额基本持平,

基金持有人对后市尽管悲观,但并未实施赎回,因此没有对基金经理的操作产生较大影响。基金整体仓位尽管出现下降,但仍高达80%以上。这种减仓之后持仓比重仍高达80%以上的情况,曾经在2009年第三季度、2010年第一季度和2011年第一季度的投资组合中出现过。在2009年第四季度的走势中,大盘累计上涨了17.91%,从2840点启动,最高上涨至3361点。在2010年第二季度的走势中,大盘在4月中旬升至3186点后便连续重挫,6月底跌至2382点。在2011年第二季度的走势中,大盘再度在4月中旬升至年内高点3067点,随后便连续重挫。可见,从历史上看,此后一个季度出现冲高后大跌的概率较大,而其间基金进行增持或减仓的操作,将和大盘走势呈现正相关的关系。以目前的基本面情况和权重股的走势看,基金在第三季度出现增持的概率较大。

从基金持股占流通A股比例前十名的股票看,属于信息技术行业的有3只,食品2只,供水供气2只,电气设备2只。2011年第二季度和2010年第一季度相比,有3只股票出现更换,歌尔声学、软控股份、浙富股份落榜。2011年第二季度的新成员有立讯精密、汇川技术、永清环保。而万邦达、威孚高科、泸州老窖、国中水务、七星电子、伊利股份、三安光电维持“前十”位置。持股比例高的前十只股票中,4只被增持,立讯精密的被增持幅度最大,持股比例增加28个百分点。

季度相比,变化很小。其中,属于金融的有5只股票。中兴通讯于第二季度从“十大”中出局,新人围的有中国神华。与2010年第一季度的“十大”中有4只被减持相比,2011年第二季度则有中国平安、海螺水泥、兴业银行共3只被减持,但仅有兴业银行的减持比例在1个百分点以上。

从基金持股占流通A股比例前十名的股票看,属于信息技术行业的有3只,食品2只,供水供气2只,电气设备2只。2011年第二季度和2010年第一季度相比,有3只股票出现更换,歌尔声学、软控股份、浙富股份落榜。2011年第二季度的新成员有立讯精密、汇川技术、永清环保。而万邦达、威孚高科、泸州老窖、国中水务、七星电子、伊利股份、三安光电维持“前十”位置。持股比例高的前十只股票中,4只被增持,立讯精密的被增持幅度最大,持股比例增加28个百分点。

(作者单位:西南证券)