

# 巴菲特二季度现金增至近1500亿美元

中国基金报记者 姚波

新冠肺炎疫情似乎没有给擅长逆向价值投资的巴菲特提供特别好的机会,于是他选择了回购。

最新公布的季报显示,得益于苹果股票的强劲反弹,二季度巴菲特旗下的伯克希尔公司扭亏为盈,在对投资机会的把握上呈现出“卖多于买”。

二季度,巴菲特抛售了航空股,旗下航空配件公司也面临巨额亏损和裁员,单季股票抛售额创下10年之最;市场好转后,巴老开始着手布局投资,但似乎碍于过高估值,仅在天然气和银行股方面略有增加,加上有史单季最高回购,目前投资仍不过百亿美元规模,这导致其现金储备增至近1500亿美元。

在未来经济前景的判断上,巴菲特没有展现出乐观的情绪,新冠肺炎疫情和业务中断导致的经济疲软,给该集团旗下许多公司带来了压力。

季报如此表述:“我们无法可靠地预测,我们众多且多样化的业务何时会正常化。我们也无法预测这些事件,将如何改变我们服务的消费者,及企业未来的运营模式。”

不过,最近的些许投资,加上大额回购自身股票,说明巴菲特已经找到部分价值洼地。

## 抛售航空股过百亿美元 苹果成救命稻草

而随着股票市场强劲复苏,尤其是苹果股票的飙升,推动了巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司第二季度利润的反弹。

伯克希尔在8日公开的季报中表示,第二季度实现了264亿美元的盈利,扭转了第一季度497亿美元的亏损局面。当季,伯克希尔·哈撒韦公布其所持股票价值增加了267亿美元,原因是该公司持有的苹果股票的投资价值飙升了277亿美元。尽管今年全球经济出现严重问题,苹果股票的价格仍大幅飙升。自3月23日以来,伯

克希尔这只最大持股的价格几乎翻了一番。然而,投资的未实现收益会逐季波动,巴菲特本人也警告过投资者不要关注账面上的净利润。

另一方面,今年巴菲特的确抛售了不少股份。总体而言,伯克希尔第二季度出售了136亿美元的股票证券,较第一季度的21亿美元大幅增长。具体来看,巴菲特对受疫情影响的航空业前景感到担忧,二季度他抛售了价值136亿美元的航空公司股票和一些金融公司股票,这是他10多年来卖出的最多的一个季度。

在2008年金融危机期间及之后,伯克希尔进行了大笔投资和收购,最终获得了巨额回报。今年以来,巴菲特一直在积累现金,并在5月份的年度股东大会上采取了更为谨慎的语调,因为新冠肺炎疫情沉重打击了美国经济,但并未有效打压股市估值。

由于巴菲特的谨慎态度,其持有的现金资产还在增加。今年第二季度,伯克希尔持有的现金和短期国债从一季度的1372亿美元增至1466亿美元。

## 回购和投资展现乐观态度

尽管巴菲特长期以来一直是个精明的投资者,但伯克希尔的股票今年的表现不如大盘,下跌了7.4%,而标准普尔500指数上涨了3.7%。

有迹象表明,巴菲特可能认为伯克希尔的股票被低估了。今年第二季度,这位著名投资人斥资创纪录的51亿美元回购了伯克希尔自己的股票,这次股票回购是巴菲特有史以来单季度回购金额最高的一次,几乎是该集团在2019年最后一个季度回购额22亿美元的两倍。事实上,这笔钱比巴菲特2019年全年回购伯克希尔公司股票的花费还要多一点。

回购是在不确定环境下配置资本的一种相对安全方式。巴菲特在5月初曾表示,回购并不比以前更有吸引力,但本季度的回购表明他的想法发生了转变。

分析师认为,他在第二季度对自

己股票感兴趣,以及最近有迹象显示他愿意投入更多资金,都显示出巴菲特开始变得相对乐观,表明伯克希尔在当前动荡环境中对未来更加确定了一些。

但到目前为止,伯克希尔在新冠肺炎疫情期间只宣布了一项大型收购——上个月达成的一项40亿美元的天然气管道收购协议。伯克希尔表示,预计交易将在第四季度完成。近几周,巴菲特又买入了美国银行至少20亿美元的股票。

## 旗下企业盈收压力大

除持有苹果和美国银行等公司的股票外,伯克希尔还全资拥有众多大型企业——保险、铁路、能源、零售和制造业,这些行业提供了反映美国经济健康状况的快照。

伯克希尔第二季度的营业利润下滑10%,从去年同期的61.4亿美元下降至55.1亿美元。该集团的制造、服务和零售业务收入下降了42%。

该公司还计入了精密铸件公司近100亿美元减值支出。2016年,伯克希尔以372亿美元的价格收购了精密铸件,成为巴菲特最大的交易之一。如今,由于波音公司和空中客车公司削减了喷气客机的产量,以及航空旅行减少从而也缩减了对替换部件的需求,这家喷气发动机叶片和飞机结构部件的生产商正迎接艰难时期。这迫使这家航空部件制造商进行激进的重组,公司将在2020年上半年裁员约1万人。

此外,伯克希尔旗下的大型北美铁路公司BNSF公布第二季度收入下滑,原因是疫情导致其货运量下降。伯克希尔的制造和零售业务也受到了封城所导致的经济停摆的影响。

不过,疫情也有对旗下业务有利的一面,同期集团保险承保利润增长了一倍多,至8.06亿美元。这得益于汽车保险公司Geico的收益增加,因为疫情原因车辆减少外出,而较少事故减少了费用支出所致。

# 美公共退休基金二季度回报率创22年新高

中国基金报记者 曹雯璟

随着美国股市的反弹并创新高,美国公共退休基金第二季度的业绩表现创下22年来的最高水平,挽回了第一季度的部分损失。

专门追踪机构投资走向和研究养老金投资回报的顾问咨询机构Wilshire Trust Universe Comparison Service最新发布的报告称,今年第二季度,标准普尔上涨了20%,这推动了美国公共退休基金回报率的中位数达到11.1%。

截至6月30日的财政年度,美国公共退休基金回报率的中位数为3.2%,远未达到7%的长期投资回报目标,依旧没有挽回今年一季度因为新冠肺炎疫情而导致的损失。今年一季度,标准普尔下跌了20%。对此,Wilshire Trust Universe Comparison Service的董事总经理Robert J. Waid说:“这就是数学的有趣之处,如果先下跌20%,再上涨20%,那并不能补回之前下跌的损失。”

根据美联储的数据,截至3月31日,美国的州和地方退休基金总共存在着4.93万亿美元的巨大资金缺口。由于联邦政府长期投入不足,美国各州政府不得不提高退休金的上缴金额。在这次疫情发生之前,许多美国公共养老金计划尚未从2008年的金融危机中完全恢复。而新冠肺炎疫情导致美国股市调整,加剧了整个美国公共退休基金的资金紧张。公共退休基金在已经存在缺口的情况下,还被迫为新冠肺炎疫情导致的政府收入损失做准备。

此前,美国多家公共退休基金警

告,可能在2028年耗尽资产,并使大量美国退休工人的生活无法得到保障。其中,新泽西州教师计划和芝加哥市政公共退休基金面临的风险最大。波士顿学院退休研究中心的研究认为,芝加哥市政公共退休基金的资金头寸可能从目前的21%,降至2025年的3.6%,这一数字将只够支付3个月的退休金。与此同时,新泽西州教师退休基金的资金头寸,也可能5年内从39.2%下降到23.2%。这一数字将只能应付19个月的退休金。面临同样问题的还有肯塔基州和普罗维登斯市以及达拉斯警察局和消防局、查尔斯顿消防局和芝加哥警察局的公共退休基金。按照美国有关规定,公共退休基金一旦资产耗尽后,支付给退休人员的退休金将由其退休前的雇主和目前的雇员分担。

为了弥补资金的不足,加上十多年来利率一路走低,削弱了债券的预期报酬,迫使退休基金投入股市、补足缺口,近年来,美国公共退休基金试图追求更激进的投资回报,但这一策略也带来了风险。今年7月,阿肯色州教师退休基金起诉了安联投资,起诉书说,3月份美国股市大幅下挫后,安联投资被迫清盘了旗下最激进的Structured Alpha基金中的两只。而阿肯色州教师退休基金投资由于投资Structured Alpha等基金,至少损失了7.74亿美元。

美国当地专家指出,在疫情没有得到控制、美国经济前景堪忧、国内政治局势不稳定的背景下,美国股市屡创新高,风险不断加大,而公共退休基金押注股市来弥补资金缺口,是把退休人员的福利作为赌注,美国政府队退休金的投入严重不足,必须在体制上进行改革才能解决。

# ETF正成为危机时期有力的交易工具

自2008年金融危机以来,政策制定者和专家们一直在担心,下一次出现全球市场危机时,金融市场是否还能稳健运转。3月份新冠肺炎疫情在全球蔓延,不少欧美国家封闭经济,市场快速暴跌,正好提供了一个绝佳的观察窗口,尤其是处在风口浪尖的固定收益ETF。

## 债券ETF流动性成焦点

早在2008年,市场担心金融危机后企业债券出现违约,监管机构和投资者往往会关注银行,因为当时大型投资银行持有大量公司债券,并在该领域扮演着做市商的角色。但2008年后的改革使投行承担做市商的成本增加,因此它们抛售了持有的债券,而其中很多都是由ETF购买。

数据显示,2007年,投行经纪自营商持有4180亿美元可用于做市的债券资产,但现在这些资产的规模不到600亿美元。相比之下,债券ETF规模自那以后出现了爆炸式增长,同期ETF持有的企业债券增加了逾5000亿美元。

传统上,做市商有在危机中保持市场交易的动机。然而,ETF则不然,因为它们本质上是遵循跟踪指数的原则,会依据指数波动买卖债券,缺乏在危机时期交易的主观能动性。因此,监管机构担心债券所有权的变化会造成市场的脆弱性”。人们担心,在经济不景气的时候,市场会出现流动性匮乏。

## ETF成为价格发现新工具

新冠肺炎疫情期间,ETF到底经历了什么?预言家们部分判断正确:3月初,公司债券市场的流动性确实冻结了。一级市场的债券发行停止,共同基金出现大规模资金外流,而二级市场收益率与政府债券的息差迅速扩

# ETF逆势吸金 规模再创新高

中国基金报记者 姚波

因投资者放弃共同基金,转而买入他们认为更便宜、更容易交易的证券,ETF(交易所交易基金)再次成为近期市场波动的受益者。

美国ETF资产已从今年上半年的大幅下滑中反弹至纪录高位,数据显示,目前各类资产的持有量达到了4.66万亿美元。此前的高点出现在2月19日,当时新冠疫情还未引发全球市场动荡。这一规模新高是在市场经历了新冠肺炎疫情的背景下完成的,突出显示ETF增长的韧性。

ETF持有量的增加不仅仅是由价格上涨推动的。数据显示,ETF在2020年获得净流入2480亿美元,较去年同期增长约5%,不少产品获得了上百亿美元的可观流入金额。今年以来,Vanguard的标普500ETF和道富的SPDR黄金信托ETF分别以212亿美元和198亿美元的资金流入居前。贝莱德的iShares iBoxx美元投资级公司债券ETF吸引了173亿美元的资金。

与此同时,流动性相对较差的指数共同基金在今年上半年有340亿美元的资金流出,这是美国市场上指数共同基金首次出现半年度的资金流出,且相对ETF的资金流入的差距创下历史最高纪录。

去年,全球ETF行业的资产超过了6万亿美元大关,自2007年以来增长了7倍多。今年新冠肺炎疫情引发一轮猛烈抛售时,除了少数与商品相关的基金暴露出的风险引起了市场警觉外,股票和债券ETF的信誉反而得到增强,这会加强金融机构和投资者对其使用,使ETF在未来的金融体系中发挥更加重要的作用。

## 从抛售到反弹: ETF规模反转后快速增长

新冠肺炎疫情就像一场大考,ETF经受住了市场的考验,虽然在危

机时期交易量激增,但其所依赖的生态系统并未崩溃。

投资者似乎也同意这一点。EPFR的数据显示,传统的主动管理型股票基金今年遭遇了1430亿美元的赎回,对比之下,股票ETF却吸金1110亿美元。债券市场的情况也类似。尽管近几个月投资者资金流入强劲反弹,但传统债券基金今年的投资者净流出额接近90亿美元,而债券ETF的资金净流入额为1500亿美元。

在3月份市场下跌最多时,ETF却是许多投资者抛售的对象,当时许多大型债券ETF的价格与它们持有债券的资产净值脱节。投资者一旦对该产品失去信心、抛售并引发市场下跌,进而会蔓延至更广泛的领域并造成市场混乱。

业内高管表示,能够被投资者抛售就说明,ETF在非常时期具有优异的流动性,许多遭遇赎回的基金经理在恐慌中可以抛售ETF份额,但那些几乎没有流动性的债券在当时就找不到买家。也有怀疑态度的人认为,只有美联储的大规模干预,包括承诺购买债券ETF才最终防止了灾难的发生,恢复投资者对ETF的兴趣仍是因为有联储的援手。

不管如何,经此一劫就像给ETF最好的广告,不少从未买过ETF的投资者也开始进场。最大的ETF提供商贝莱德报告称,其第二季度固定收益ETF流入资金中,有三分之一来自新手。ETF生态系统在3月巨大的市场压力下表现出的弹性,突显了它的稳健性,这一事实会吸引更多投资者开始尝试购买ETF,有利于其扩大市场份额。

## ETF行业的风险“短板”

过去10年,金融领域的许多知名人士都曾对这种投资工具发出了警告,ETF可能会在债券等领域构成潜在风险,尤其可能在金融危机中起到

推波助澜的作用。埃利奥特管理公司的基金经理辛格在2017年警告称,在萌芽时期,ETF可能是一个聪明的想法,如今已经成为潜在的风险,对资本市场的发展会造成破坏。对冲基金经理和价值投资者迈克尔·伯里就快速扩张的ETF行业发出了警告。他指出,ETF这种投资工具可以像股票一样交易,但却被动地跟踪一系列相关资产,ETF正在扭曲资产价格,就像大多数泡沫一样。泡沫持续的时间越长,崩溃时所造成的破坏程度就越严重。

然而,疫情确实暴露了一些产品的弱点。ETF本质上是一个证券的容器,供应商用它来持有越来越多的资产类别,而一些证券或许不应以ETF的形式呈现。

美国石油基金USO就是一个很好的例子,它购买与美国原油基准西德克萨斯中质油价格挂钩的期货。由于USO的持仓规模在短期原油期货中占比相当大,油价显然受到了该ETF买卖的影响。ETF加剧了短期市场的波动,原油期货今年出现历史上首次跌至负值,不少分析师认为和ETF的交易有关联。该基金随后改变了跟踪原油期货的方式,相关投资者正对该基金提起集体诉讼。

许多“杠杆化”ETF放大了价格的涨跌,也在第一季度市场的动荡中受到重创,摩根大通估计,市场上大约有44只杠杆ETF已经关闭。此后,瑞信宣布计划再砍掉它管理的9只产品,这些产品成倍押注黄金、白银、天然气等资产。不过,摩根大通量化策略主管科拉诺维奇称,3月份的动荡表明,ETF并非一些批评人士所说的“定时炸弹”。

新冠肺炎疫情为ETF市场提供了有史以来最大的压力测试,科拉诺维奇在摩根大通的行业年度回顾中指出,除了一些小故障之外,ETF市场总体运行正常,在这种压力环境下表现良好。目前,最被市场担心其风险的债券ETF持有的资金已超过1万亿美元,许多分析师预计,相关ETF的市场份额将在未来10年大幅增长。