

祝振駒 Raymond Jook

朝騰投資管理(香港)有限公司董事總經理，特許財務分析師。
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立朝騰。
博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

在後的在前

雖然今年首8個月恒指上升了約6.16%（連股息總回報為9.33%），但大部分以中港市場為主的互惠基金及對沖基金的表現均不如理想，前者跑輸指數，後者表現也遠遜去年。

自納主要原因為：

- 1) 去年大幅跑贏的指數成分股今年變成大幅跑輸；去年大幅跑輸的今年則變成跑贏；
- 2) 3月初至5月初的市場調整把大部分科網股減持，導致錯過5月中到7月底的強烈反彈；
- 3) 中小型股自3月初底開始調整，之後大部分一直都沒有大突破。

互惠基金跑輸原因

筆者分析了恒指成分股2013年的表現，最佳10隻股票去年的簡單平均總回報（包括股息）為46.9%（表一），最差10隻回報則為-24%（表二），相對恒指同期總回報為6.31%。到了2014年，情況則完全逆轉，去年10佳的平均回報，今年首8個月只有2.4%（表一）；去年的10差，今年總回報則達13.7%（表二），大幅跑贏恒指的9.33%。更重要的是，過往數年表現平平，互惠基金一直持輕倉的港交所（00388），中石油（00857），中石化（00386）及中移動（00941）等，今年均大幅跑贏指數，而去年大贏特贏及持重倉的濠賭股，今年則平均下跌超過20%，成為今年表現最差的成分股之一（表三）。因此規模稍大的互惠基金，可能因為轉身太慢，來不及調整組合以致跑輸。加上部分上升幅度較大的成分股如中石油，中石化及中信泰富（00267）等，炒的是重組概念，其基金因素根本沒有改善，所以很多側重基本面的基金經理掉了眼鏡。2014年至今，the Dogs of the Dow理論似乎在恒指應驗了。

中港對沖基金今年表現遜於往年，主要是2014年中小型股表現不如往年。去年科網股大放異彩，且上升趨勢明顯，今年3月至5月

初大調整後，能強烈反彈及再創高峯的只佔少數。今年首8個月，市值達5億美元以上及上升超過50%的港股只有25隻，而去年同期就有40隻（2013年全年有74隻）。由8月開始，有迹象顯示資金由中小型抽走至大型股，因為很多公司於中期業績宣布後，都遭受市場拋售，包括業績符合期望者。

資金流向大型股

7、8月恒指的上升，估計主要由外資流入帶動，這些機構投資者購入的以藍籌股及大型股為主。指數上升，結果吸引更多本地資金由中小型股轉移到大型股。筆者相信只要大市及成交保持穩定，市場資金早晚又會轉移到估值合理及具備增長的中小型股。

不穩定的香港政治氣氛，有可能為港股帶來短暫調整的藉口。但根據過往經驗，本地政治動盪很少釀成股災。最大的一次影響應該是上世紀80年代初中英簽署聯合聲明之時。今時恒指主要由中資股組成，加上科技的進步（交易不須在中環進行），估計佔領中環對股市的振盪力應該有限。

中石油（00857）年初至今升三成



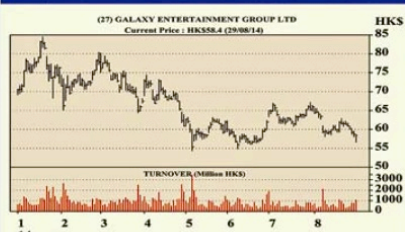
上周收市：11元 H股市值：2320.9億元

港交所（00388）今年股價反覆上升



上周收市：178.1元 市值：2078.6億元

銀娛（00027）今年股價呈回落



上周收市：58.4元 市值：2477.8億元

表一 2013年最佳10隻恒指成分股於2014年至今表現

	2013年總回報 (%)	2014年至今總回報 (%)
銀河娛樂 (00027)	129.2	-14.6
騰訊 (00700)	99.3	29.5
金沙中國 (01928)	93.2	-15.3
聯想 (00992)	37.9	25.1
恒安 (01044)	33.7	-9.6
和黃 (00013)	33.6	4.8
友邦 (01299)	30.0	10.6
招商局 (00144)	17.2	-6.9
國泰航空 (00293)	16.6	-10.5
東亞銀行 (00023)	14.6	5.3
恒生銀行 (00011)	10.4	8.4
平均	46.9	2.4

表二 2013年最差10隻恒指成分股於2014年至今表現

	2013年總回報 (%)	2014年至今總回報 (%)
百麗 (01880)	-45.7	11.4
中煤 (01898)	-45.6	9.7
利豐 (00494)	-24.9	22.6
神華 (01088)	-23.7	-3.6
信和置業 (00083)	-20.5	31.8
中石油 (00857)	-19.3	31.7
恒隆地產 (00101)	-18.4	8.7
新世界 (00017)	-15.5	7.8
昆倫能源 (00135)	-14.3	-3.7
新鴻基地產 (00016)	-12.6	20.8
平均	-24.0	13.7

表三 濠賭股為2014年最差成分股之一

	截至2014年8月28日 (%)	跑贏/ (跑輸) 恒指 %
港交所 (00388)	38.2	28.8
華潤電力 (00836)	31.9	22.6
信和置業 (00083)	31.8	22.5
中石油 (00857)	31.7	22.3
恒基地產 (00012)	31.0	21.7
國泰航空 (00293)	-10.5	-19.8
旺旺 (00151)	-10.8	-20.2
銀河娛樂 (00027)	-14.6	-24.0
金沙中國 (01928)	-15.3	-24.7
華潤創業 (00291)	-17.9	-27.2