



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年  
之久，專長於中小型股研究。  
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹  
展翅

Columns  
美術：林美賢

## 揀股不如揀市

今年第三季是大多數基金經理的噩夢，包括投資中國及新興市場，以至牛市多年的美國。十多二十年前，當中國經濟規模相對細小時，中國及香港股市對西方發達國家例如美國的股市，可以是全無相關性（例如1998年亞洲金融危機時，美國股市仍然欣欣向榮）。

### 聯系性日增 美市遭牽連

但今年8月11日的人民幣一次性貶值，卻引發全球股、債、商品及滙市大震動，價格方向暗示各類資產間的相關性極高，其結果是各大小對沖基金都無一倖免地經歷極大波幅。根據CNBC報道，美國著名及巨型對沖基金例如Pershing Square Management、Glenview Capital、Greenlight Capital及Third Point Management，截至今年10月，淨回報就分別下跌15.9%（10月下跌3.8%），20.25%（10月下跌7.3%），16.3%（10月升0.7%）及持

平（10月升4.7%）。這些都是管理接近百億美元或以上的巨無霸級及享有盛名的對沖基金。

美國自2008年金融海嘯後，股市一直牛氣沖天，令不少對沖基金資產膨脹，造就了一批億萬富翁級的明星基金經理。2015年可算是美國股市自2008年以來波幅最大的一年，今年8月25日道指、標普500及納斯達克指數回報都曾經跌至負數及今年低位（今年以來分別下跌12.1%、9.29%及4.85%），市況反覆終於給予基金經理真正考驗。

名牌對沖基金今年虧蝕最大的部位，正正是去年最賺錢的。例如Pershing Square持有的Valeant Pharmaceutical (VRX)，去年上升21.9%，今年以來大跌44.87%；Greenlight Capital持有的Micron Technology (MU) 及SunEdison (SUNE)，去年分別上漲61%及49.5%，今年卻分別下瀉55.7%及74.9%。

明星基金經理均集中注碼在高確信的股票上獲得高回報，達至成名。牛市時這策略必跑贏大市，但當市況逆轉或基本面突然走樣，以他們的資產規模，持倉過大必然走避不及，情況有如持有小型股一樣。時勢造英雄，似乎找對一個市場投資，比找對一隻股票投資重要得多。若市況反覆，最頂尖的基金經理也未必能維持佳績。

### 港股高波動 時機更重要

香港股市自2010年以來大部分時間只有波幅沒有升幅。一些表現較穩定的基金經理朋友，都是走位較靈活，而非只是「買入及持有」者。市場波動迫使投資者不願意長期持有股票，當這種心理成為市場共識後，股市的波幅變得更厲害。

香港市場特性是當外資流入，大部分股票都會一起升；當外資流走，大部分股票都會一起跌。對個股認識不深的小投資者應改變心態，不要總希望尋找不熟悉的倍升股，較有勝算方法，應是大部分時間持有現金，待大跌市才入市買入一些護城河高及有持續增長紀錄的中型股，或考慮將資金投放在其他牛氣充天的市場。FM

“時勢造英雄，似乎找對一個市場投資，比找對一隻股票投資重要得多。假若市況反覆，最頂尖的基金經理也未必能維持佳績。”