

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/ramondj2011



好淡爭持

每當股市上升至高位，便有高處不勝寒的感覺，市場上總有看淡者認為股市已見頂。理由眾多，但通常都是指市盈率已超越歷史水平。美國自2009年開始一直處於牛市，假如留意當地媒體，過去3、4年間不斷有看淡後市者曾經估計牛市見頂。但看淡歸看淡，美國三大指數仍然輪流創出新高，過早看淡者要不是回報表現大落後，也會信譽受損。

估值高不是拋空理由

有新債王之稱的岡拉克(Jeff Gundlach)最近就認為美國國庫債券的孳息率已觸底(即債券價格見頂)，金融市場更可能因此被搞得天翻地覆。據媒體報道，他過去4年來都不看好債券，只是身在投資機構，必須擁有債券。他道出了市場人士，尤其是基金經理的無奈，「人在江湖，身不由己」。因為市場火熱，所以必須繼續參與這派對。受環球宏觀及資金流影響，市場永遠都不會理性，有時會過分超買，有時會過分超賣，但過早堅持看好或看淡都會嚴重

影響回報。

估值過高並不是沽售或者拋空股票的最重要理由，估值高通常是由於：一、公司處於高增長；二、公司具有獨特的科技及產品；三、公司擁有領導性的市場份額及規模效應；四、公司擁有經得起考驗的優秀管理層及良好公司管治。

好股不一定是好公司

通常這些高估值的股票都屬於增長型的動力股(Momentum Stock)，特性是波幅較大。不少對沖基金都嘗試低買高空(沽空)，賺盡短綫波幅。假如該股處於中長綫上升期，大部分沽空者最後都會被弄到焦頭爛額。著名美國沽空基金Kynikos Associates的創辦人James Chanos過去兩三年就曾經多次於接受CNBC訪問時唱淡電動車公司Tesla(TSLA)及阿里巴巴(BABA)，並透露已經拋空了該兩股票。但該兩股今年以來分別上升了53%及94%。9月12日他再度接受CNBC訪問，聲稱自己仍然沽空TSLA，雖然看錯了股票走勢，仍

堅持自己對該公司的看法正確(包括差勁的公司管治及利潤率)。這案例再一次證明好的股票，不一定是好的公司。同一時間，他承認於今年1月已經平了阿里巴巴的短倉(1月阿里巴巴股價上升了15.4%)。他一直認為阿里巴巴的會計帳目有問題，所以由2015年11月開始沽空阿里。

筆者最近和一些基金朋友聊天，其中包括一位外資投行自營交易部門主管。他非常看淡並且聲稱已經拋空了4隻今年大幅跑贏大市的增長股，當中3隻是科技股，一隻是汽車股。他認為這些民企股帳目虛假，股票上升完全由於非理性的內地熱錢將股票貨源歸邊炒上。他認為其中一隻手機相頭公司將會在今年底前下跌至60元，即下瀉差不多一半！股市沒有絕對對或不對，但筆者就不會做值博率那麼低的交易。除非股市出現大幅調整加上公司出現負面醜聞，這些公司的增長趨勢看不出短期能有重大改變。■

權益披露：筆者旗下基金持有阿里巴巴股份，並隨時於市場買入或沽出

受環球宏觀及資金流影響，市場永遠都不會理性，有時會過分超買，有時會過分超賣，但過早堅持看好或看淡都會嚴重影響回報。