



祝振駒

翺騰投資管理董事總經理，
特許財務分析師。

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，
專長於中小型股票研究。此欄隔周刊出，
讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

耐心等待 勿作短炒

過去兩個多月，投資者如掉進地獄一樣，大部分人都把之前一年多、兩年的投資利潤都虧掉，若不停撈底，損失可能更慘。對於大部分主要做長倉的對沖基金來說，這次調整的殺傷力可能比2008年初更甚。

主要原因是：2008年股市由牛市高位調整，大部分股份估值都偏高，那時機構投資者的避險意識都稍高。而這次的股災由歐債危機引起，2010年5月已調整了一次，加上大部分的共識是股市仍處於牛市二期，而恒指市盈率正處於歷史低水平，所以認為無可能進入熊市，以為這次是另一次的短期調整。

股市或處迷失年代

結果是專家們齊跌眼鏡，市場共識在短短兩個月內由牛轉熊。事後孔明分析，是錯在用傳統道氏股市周期去判斷牛市或熊市。以往從未遇過全球央行發鈔救市的行動，2009年至2010年的牛市現象，是由過剩的流動性帶動（有如注射了類固醇一樣，可能只可視為熊市裏一個強烈反彈）。現在愈來愈多基金界的朋友相信現今的股市已經進入了日本式的迷失年代，即是每次股市的升幅都愈來愈短及窄，而中長期則往下行。

筆者的看法較樂觀，各國解決債務危機的方法，不外乎是發鈔及透過貨幣貶值，每次的行動將會引發另一次的資產值急升。中、長綫而言，香港股市走勢將會更受內地經濟周期主導，尤其是當內需及消費佔國民生產總值（GDP）比例較高時。若內地經濟擴張周期再度展開，香港股市則有望同步反映及減少因受國際外圍因素的影響。

眼下，股市經過8月及9月的洗禮，大部分對沖基金已把現金比例增至極高水平，筆者估計

平均超過50%，10月初的極速反彈，相信沒有多少能坐享其成，因為絕大部分都剛於9月完成減持。這次反彈的特色，是逾破爛逾被拋空的股票上升逾多，散戶投資者絕不要錯信是牛市重臨。

反彈的購買力主要來自拋空補倉及順勢而行的短綫炒家，正因為股價及估值在恐慌環境中與基礎分析脫軌（優質股票在拋售潮中，下跌幅度遠超於劣質股，因為基金急於從有利潤的組合套現）。大部分基金都會在極速反彈市中只採取觀望而不立刻再度投入。除非轉身極快及專業炒家，否則絕少有人能下決心把大部分資金投入熊市的上下市。

最後能在不同上落波幅中獲厚利者只佔少數，在股市中獲厚利一定要等候一個較明顯的上升周期，這可能是歐債危機將接近解決時。沒有人能準確預測需要多少時間才能把問題了斷，以及過程中會否再度出現銀行系統性風險恐慌等。所以，股市可能再度尋底才完成這次調整周期。

入市須有虧蝕準備

筆者認為，在當前環境的投資策略，是要先做好研究及耐心等待機會，不要衝動地作短綫炒賣。假若真的要進入市場，一、要挑選有長期投資價值而被過分拋售的股票。換句話說，當一年後危機過去，這家公司能夠做到更大更強。消費性行業，有良好管治歷史及有公司經營特權（Business Franchise）的股票（尤其是在內地這種內需快速擴大的國家）將會是首選。二、投入的資金一定沒有迫切需要，即是入市後被套着，起碼一年都不會影響生活及造成心理壓力。三、無人能猜到股市的最低位，所以只能分段購入並抱着忍受短期虧蝕的心理。■

最後能在不同上落波幅中獲厚利者只佔少數，在股市中獲厚利一定要等候一個較明顯的上升周期，這可能是歐債危機將接近解決時。