

有效市場是一切股票分析的基石。若公司發出盈喜而股價不升，或發出盈警而股價不跌，試問分析員的預測有可價值？

解構市場效率

今年諾貝爾經濟學獎其中一位得主是芝加哥大學的Eugene Fama教授。得獎的研究，就是他在上世紀七十年代發表的有效市場假說。有效市場假說的基本立論是，一個資產的價格會迅速反映關於它的所有訊息。這些資訊包括技術分析中採用的股價及成交資料，亦包括基本分析採用的財務報表、公司新聞、行業展望及宏觀經濟數據。

例如10月15日中午，市場傳出政府會在下午宣布發免費電視牌照的決定，香港電視(01137)的股價在下午交易時段一開始半個小時便抽升了接近30%。但申請牌照落空，16日一開市股價便低開30%。香港電視股價大升大跌，正反映出香港是一個十分有效率的市場。

圖表形勢僅反映過去

有效市場是一切股票分析的基石。若公司發出盈喜而股價不升，或發出盈警而股價不跌，試問分析員的預測有可價值？問題是假若資產價格已充分反映了可知的資訊，除非投資者擁有內幕消息，否則不可能得到超額回報(Excess Return)，即調整風險後的回報(Alpha值，見128頁財經詞彙)。

投資者對市場的了解，往往來自互聯網、報章、電視及雜誌。但這些資訊渠道是公開的，很多投資者同時知道，因此極難有超額回報。香港發行量最多的免費報紙，每日發行超過80萬份，當中財經版每天可能有一二百萬人曾經過目。關於公司的消息是好是壞，早已反映在股價上。嚴格來說，這些是舊聞並不是新聞，投資價值不高，不能製造Alpha。

很多投資者利用股價圖表作技術分析，但圖表在網上可輕易免費取得，書店

內討論技術分析的書也不少，筆者對技術分析的預測性一直十分存疑。坊間有一些技術分析的軟件聲稱準確性很高，但價格高昂，相信技術分析的最大價值，來自幫助投資者了解市場對一隻股票的看法。

圖表是滯後的，並不能捕捉到市場的拐點。投資者常常把因果關係弄錯，騰訊控股(00700)股價上升，是因為業務出色，而不是股價圖形漂亮。業績亮麗是因，股價上升是果。技術分析研究的圖形往往只是反映過去。

主動基金已逐漸式微

假若市場真的有效率，股市中的Alpha便不輕易獲得，加上尋找Alpha需要成本，所以Fama教授的投資者建議是投資Beta值(見128頁財經詞彙)，即買大市，這也是近年交易所買賣基金(ETF)大行其道的起因。

事實上，機構投資者在成熟市場的資產配置都集中在指數中，他們了解到主動管理的價值不大，扣掉基金經理及分析員的成本，不太可能跑贏大市。因此在歐美，主動式基金已逐漸式微。全球最大基金管理公司Vanguard(管理資產超過2.2萬億美元)的成功，是因為她過去不遺餘力地，教導投資者指數投資好處。

香港投資者每天被財經消息包圍，但這些消息大多是報道性，市場早已消化。投資者要跑贏大市，除了需要運氣，也需要對公司有相對其他人更深入及全方面的了解。

例如管理層質素、產品策略、成本控制及營運模型等，這不是一般投資者看幾份報紙和分析員報告便可做到。筆者工作的基金策略，正是主力發掘被市場忽略的股票和板塊來跑贏大市。FM

王家其

翔騰投資管理董事及風險管理官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

