

股神巴菲特亦提出投資需要集中，當中邏輯很簡單，因為假若沒有把握就不建倉，一定確信才買入，而且部位一定要夠大，對投資組合回報才有實際果效。

聚焦投資

聚焦投資組合 (Concentrated Portfolio) 是多年前筆者由賣方分析員轉職到對沖基金所學到其中一條最深刻的法規。從大學、商科碩士到CFA，書本理論都是灌輸分散投資和效率前緣組合 (Efficient Portfolio Frontier)，但管理對沖基金所學的第一課卻是幾乎完全相反的聚焦投資。

股神巴菲特 (Warren Buffett) 亦提出投資需要集中，當中邏輯很簡單，因為假若沒有把握就不建倉，一定確信才買入，而且部位一定要夠大，對投資組合回報才有實際果效。聚焦投資對對沖基金尤其重要，因而它們的淨持倉比 (Net Exposure) 一般低於100%，而組合內股票通常為非成分股，也沒需要按指數成分股的比例來設計組合。所以於牛市時刻，組合一定要持有數隻比重大兼且大幅優於大市的「大贏家」，才能超越市場指數的回報。

基金重注常見之事

2月中美國對沖基金向證監申報的13F和13D文件中，可以看到很多著名的基金，其組合都是極其集中。例如David Einhorn的Greenlight Capital持有蘋果 (Apple, AAPL) 佔組合若7.5%；Robert Chapman的Chapman Capital在1月初時持有康寶萊 (Herbalife, HLF) 佔組合的35%；Robert Karr的Joho Capital持有谷歌 (Google, GOOG) 達組合的26.2%。

William Ackman的Pershing Square Management持有J.C. Penney (JCP) 佔組合一度超於9%；Ackman的JCP賭注可算是最失敗之作，JCP剛公布的業績遠差於市場估計。新首席執行官Ronald

Johnson希望將JCP由中低檔及打節扣的百貨公司轉型為中高檔及賣特色品牌時裝，但1年以來的努力終於失敗，股價在2月27日業績發出後，5天內下跌了31.8%。

港股市場深度不足

這些對沖基金約特色是資產規模龐大 (平均管理1,000億美元以上) 及願意將注碼 (五成至六成資產) 押重在三數隻股票上。成王敗寇，能被傳媒廣範報道的當然是戰略成功的基金，但某程度上可以看出這些對沖基金能夠擴展到這種規模，全因為有膽識及能力長時間地以大注碼買中大幅度升值的股票。太分散投資表示基金經理對組合內股票缺乏信心，風險減少同時回報也被攤薄。

以香港市場為投資主力的對沖基金，最吃虧的地方是香港股市成交量缺乏深度 (原因之一是本地散戶人數有限)，流動量高的股票都為少數的藍籌或國企股，低估值的中小型股在股價低迷時一般都缺乏成交，所以規模稍大的基金都不能參與，因為假若看錯，便要付出沉重代價。假如有一天內地散戶和基金能夠直接參與買賣香港股票，筆者相信香港的市場深度便有可能追近美國。FM



祝振駒

翱騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等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。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翱騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

