

專欄作者

李浩德, CFA

現任Pickers Capital創辦人及首席投資總監，香港財經分析師學會理事，前惠理基金經理，擁有投資中港、東南亞、美國等多地股市的經驗，積極參與投資者教育工作。

f facebook pickerscapital

謝克迪, CFA

現任智富雜誌高級記者及專欄作者，獲選恒管2018財經記者。多本著作如《從股壇初哥到投資高手》、《趣！簡易投資》及《股票投資101》均列入暢銷書。

f facebook dickystockhu

從生活學起 投資最緊要用心

上年初大牛市，股民殺得眼紅，有買貴無買錯，不過之後股市轉跌，大家如喪孝妣。今年初大市從低位反彈不少，市場會否重蹈去年的走勢？大家又應該如何部署？

為了避免大家贏粒糖輸間廠，我們四周拍膊頭，尋找罕有在傳媒露面的投資高手。今次頭炮便訪問前惠理（Value Partners）王牌基金經理、現任Modus Asset Management Limited投資總監周綺雯（Yeeman），拆解常見散戶誤區。

問：就你觀察所見，散戶又有甚麼常見錯誤？

答：雖然散戶未必專業，但對投資要有基本認識，同時對自己買的股票亦要了解。許多人想買收息股，但到底為甚麼某隻收息股較好？是否真的能年年派到息而且會穩步增加？即使是買派息為主的基金，你是否知道他派息資金的來源？有些基金可能收息不多，只能動用基金的本金派發，這些派息又是否持久？

有不少朋友拎個股票號碼問我，指是他們的朋友介紹，但為甚麼好？卻說不出來。有些公司股價跌一大截，甚至3年轉一次名，基本業務是甚麼都不知道，便問值不值得買。這些朋友並非欠缺知識，不少更是專



▼周綺雯（右）及李浩德（左）

業人士，但他們願意投資，卻不願投資時間學習投資。

即使是好的股票，大家要記得，別人只會提你「上車」，但很多時不會負責叫你「落車」。如何把握離場，就考驗大家的功夫，大家應為自己的投資負責。

問：一般比較基金經理及散戶投資，都會以前者較專業，後者卻不能直接與公司對話，好像少了機會分析。你認為散戶如何能像基金經理一

樣專業投資呢？

答：沒有人一出世就是投資者，無可否認，散戶較專業者，會接觸較少的東西，例如部人對科網股一知半解。不過網愈來愈普及，科網股隨時成日常生活的一部分。以微信為例在內地乘的士，基本都用款，與香港不同。實際上大家生活的細節，去了解一些投資又例如剛過去的農曆新年

除了等官方公布旅客人數或大行報告，走到海港城時，會否發現特別多人？如果是，是否代表零售股有潛力？當然，觀察到一個現象並不足夠形成投資機會。大家還要進一步問旅客增加背後的原因。是港珠澳大橋開通？是「海淘」受限制所以要到香港購物？還是內地居民購買力上升？這些因素又是否持續？

再舉一個例子，是10年前的數碼通（00315），當時iPhone 3GS剛推出，有位年輕同事告訴我如果轉用iPhone，月費便需要200多元。我心想當時我月費只得60幾蚊，如果愈來愈多人改用iPhone，每用戶平均收入便會明顯上升，而電訊商的成本大部分是固定成本（Fixed Cost），那麼數碼通的盈利自然急升，同時亦應反映在股價表現。

其實這些都不困難，只需有基本的數底，大致了解固定成本及可變成本的分別，無須斤斤計較Operating Leverage這些行業術語，都可以找到投資機會。懂得觀察生活及問對問題，是開始投資的重要一步。

問：近年不少人詬病基金回報不佳，你又有何看法？

答：投資基金，其實就要看基金經理的「功夫」。買基金不要「追落後」，也不要只跟指數比較，要比較便跟相同種類的基金比較。除了留意1年、3年、5年、10年的基金回報表現外，還要特別留意熊市期間的表現，如1997年到1998年、2000年到2001年、2007年到2008年、2013年、2015年及2018年。牛市大家都是股神，熊市才是考驗。

另外大家要明白基金與基金之間的不同，不論長倉或對沖基金都有自

己的寒暑，一般來說，對沖基金在跌市時的防守性較佳，這亦是稱為「對沖基金」的原因。只看回報不看風險，只能看到基金的表面。

管理對沖基金（Long Short Fund）及長倉基金（Long Only Fund）不同。長倉基金第一樣看指數比重，之後睇個別股票，根據Index Weighting去Overweight或Underweight。假設睇住個市跌，長倉基金基本沒甚麼好做，只好增加現金或增持抗跌股份，而對沖基金則有更多操作空間，包括沽空等。簡單來說，雖然不一定賺錢，但對沖基金更考功夫，能夠把自己對市場的看法反映到基金組合上。

大家都有買MPF，相信亦不陌生。我之前曾經上MPF堂，由所謂的專業人士教導，堂上他解釋要睇費用，但卻直接把指數基金、債券基金、股票基金等比較費用高低，自然不合理，但這些錯誤訊息卻隨時由上堂的代理人轉發給投資者。不論費用或表現高低，作比較時都要選擇同類，難道中國基金表現又要同日本基金比較嗎？

問：你有甚麼投資的心得呢？

答：大家要學會適應，不要給自己偷懶的藉口。港股A股化又好，A

股港股化又好，大家是否跟風是自己的選擇，但一定要開拓眼光。例如2000年的科網只是一個板塊（Sector）很多人說是泡沫，但近年科網已經代表新經濟的一個新階段。

不論是專業投資者或普通投資者，都要持着開放的態度，對任何事都要了解一下。這樣說好像紙上談兵，但實際上真的跟考試一樣，要對新舊事物Compare and Contrast，找出Similarity and Difference。比較新舊經濟企業的盈利模式（Revenue Model），是一個很好的切入點。

即使你不是用基本因素分析，而是跟風炒股，那麼亦要知道為甚麼有得炒？如果喜歡炒資金流，那麼你懂得看持股人出入紀錄？幾時加減？指數甚麼時間換馬？

投資可以有輸有贏，輸贏都要知點解，但千萬不要買「垃圾」，一定在投資前「問到底」。例如之前分析一間內地農務公司，了解該公司的業務後，發覺本身沒有秘密可言。我第一句就問「點解全球無其他人做到公司利潤水平？」，第二句問：「國內公司喜歡跟風，點解無其他人做？」。最後該公司發生各種醜聞，最終更被除牌。

採訪後記：

除了感受到她轉數快外，第一次與Yeeman會面，她第一句就是「香港的投資者對投資認識太少了！」對於一位專業的基金經理，她難以理解身邊不乏朋友教育程度高，但對投資一竅不通的情況，不要說分清強積金組合內的指數基金及對沖基金，甚至自己強積金買了甚麼都不清楚。這正正是為甚麼她不願多在傳媒曝光，但肯接受我們訪問，為投資者教育出一分力。

除了懂得要問，我亦喜歡聽別人怎樣問管理層的問題，看其他分析員或基金經理在想甚麼，是否知道這間公司股價為甚麼升跌，更重要的是看自己會否忽略了一些分析的盲點，從而避免犯錯。

問：能否再分享一些分析公司的方法？

答：雖然一般散戶未必能自行設計Financial Model，但同樣可以用這些思維。首先睇一盤數，自然由收入開始，到毛利、各種行政費用、利息開支等，最後到純利。如果你明白企業的Business Model，便可以逐個項目，睇那個是最大的影響因素。一般來說，如果估到收入，那麼不難分析企業的盈利表現，因為成本不會突然大變。

舉例說當一間公司的產品長期供不應求，只要產能上升，就能直接帶來收入及盈利，所以看產能及成本，就大致推測到盈利。若突然幾乎全行都增加產能，供不應求的情況逆轉，原先用資本開支推測產能上升，再估計盈利的Financial Model自然不再有用。

另外，即使有盈利，亦不代表公司是好。大家看到一些市盈率低的公司，並不一定代表估值被低估，而是可能由於盈利的含金量不足，是沒有現金回流的盈利（Cashless Profit），要等待很長時間才能收錢，但公司各種開支不會等你收錢才要付款。因此，大家除了看收入與盈利，應收帳款及應付帳款都是十分重要的數據。大家可以看兩者是否匹配？會否每年遞增？

多看不同的投資個案，可令自己更了解如何分析一間公司。分析



後，如把握是一半半，那就不應入場，五五波是賭博，我會追求七三或八二，而九一或十零是不存在的，因為大家都知的投資機會很多時已被市場消化，所以並不會賺錢或賺大錢。

問：我留意到你主要提及如何看企業，你又是否留意宏觀因素呢？

答：當然，不過宏觀因素是十分難睇，例如單是外滙因素，美元、人民幣、日元等升跌，都左右大市走勢。所以我說香港的投資者十分幸福，皆因不用考慮港元滙率的問題。

宏觀因素對大市有影響，但往往你覺得有影響時，影響已經發生甚至過去。學會宏觀因素，更大程度是看長遠方向的发展，會更加Make Sense。大家要有憂患意識，例如市場預期香港不會改變聯繫滙率，但一旦發生又會出現甚麼情況？對股市樓市又有何影響？對本地地產股估值又帶來甚麼衝擊？

剛才提及的聯繫滙率，看似不可能發生，但21世紀初中國入世時，又有多少人想到今日WTO（世貿）可能不再WTO？如果WTO失去功效，對各國及不同行業又有甚麼衝擊？

問：你對今年大市又有甚麼看法？

答：年初很多人看淡，結果夾了上去，年初至今甚麼都不做，就已經袋了一成幾的盈利。當人人都看好時，大家便要多加小心。在判斷入市與否時，要問現在與去年12月的情况有甚麼不同？當然，大家千萬不要因為「相反理論」而「相反理論」，大家很難判斷甚麼意見才要相反，而且投資需要考慮許多因素，沒有一本通書睇到老。

記得價值重估（Re-rating）可以好快，而估值下跌（De-rating）可以好耐。FM

下期預告：

今次訪問了在職的基金經理，下次將訪問由Yeeman極力推崇、前富達基金經理KC Lee。KC當時主要覆蓋亞洲地區，在股市有超過20多年的經驗，成績有目共睹。他退休後並沒有放下投資，只是管理的資金由基金改為自己錢。在投資專業上經歷多個牛熊周期，KC的分享相信為大家帶來更多啟發。