

對沖拆解王2

賞金獵人投資技術



推薦序

王華 (Fred) 是香港電台財經節目「E 線金融網」的固有嘉賓，深受聽眾們喜愛。

作為對沖基金的投資總監，Fred 除了善於掌握大市動向，更是科技板塊中的權威；通過嚴謹的拆局邏輯，為投資者分析科網企業在市場上的營運情況。大到數碼科技對人類生活方式的改變，小到手機零部件的採購供應，帶領聽眾深入淺出地剖析科網板塊的市場，並告訴大家鮮為人知的投資趣聞。例如對沖基金經理如何第一時間透過拆解蘋果最新產品，從零部件的供應商尋找投資機會。

Fred 與「E 線金融網」合作已超過三年，從開始時略帶生澀的市場分析，到如今已駕輕就熟的帶領聽眾縱覽科網市場。他亦經常在節目中和聽眾們分享自己與一些上市企業高層會面時的所見所聞，再結合其科網企業業績等營運的相關數據，加上個人的深度分析，往往能夠準確把握科網板塊的市場動向，因此在投資界也有「科技股拆解王」、「科網達人」的稱號。

最後，預祝《對沖拆解王 2》大賣，同時希望 Fred 能為聽眾、讀者和投資者們分享更多、更好的投資經驗和智慧！

劉羽葳
資深媒體人

極少數人跟王華一樣擁有多重角色經驗（industry, sell-side, buy-side），使本書不僅具備豐富的炒股知識，更包含上乘的投資心法及牌局角色分析；在資訊爆炸、訊息不對稱的今天，此類分析更顯重要。

因為大部分的牌局參與者已擁有幾乎同步的資訊，想脫穎而出享有超額報酬，必須洞悉產業長短期競爭格局變化、技術含量、市場氛圍和全球各類型投資機構的行為偏好，而本書正能引領讀者一窺其奧秘，值得珍藏研讀。

張博凱

2015 年《機構投資人》(Institutional Investor)
亞太區硬體科技最佳分析師

* * *

投資環境的局，是個複雜、多維、誘惑大、高刺激性的遊戲。要贏不但得下功夫，還得下對的功夫，而且是多方多面的功夫。拜讀王華的書，本人受益非淺。

他用心喚醒大眾不能盲目投資，道聽塗說的砸錢，而是冷靜地在股市中拆局及謀局；不但要先看清楚投資物件的基本面，還要關注市場環境、投資對象的競爭對手、基金的動向和其他投資者可能有的心理；唯有如此，才有可能把別人疏忽的利潤放進自己的口袋裏。玩家只要細讀此書，必能在更高層次上玩這股場遊戲，且玩的更有意思！

馮恩霖

中芯國際投資人關係部副總裁

* * *

想靠對沖賺錢的人，可以從這本實戰性極強的書借鑒很多；想成就一番事業的人，也可從中體會到博大精深的決策辯證技巧。

孫泱

舜宇光學科技首席執行官

* * *

全書以市場學及策略思維作主線，以拆局、破局及設局的博奕技巧，代入金融行為學之中，演繹市場機制的實況。作者所引用的例子及角度都十分獨到，從宇宙觀、行業生態變化，至管理層及股票操作手的血型等去判斷他們的行為決策，令讀者更易消化內容及明白當中的精粹！

陳志輝教授

香港中文大學 EMBA 課程主任

* * *

而今邁步，從頭再越

今天，小弟設立了自己的基金，踏上投資事業的新階段。回想這些年，由晶片設計員轉任投資銀行分析員時，小弟都會在開市前和收市後逛逛交易部門，感受前線氣氛，與交易員聊天，了解他們的工作流程；即使今天自己成立基金，也有偶爾和前公司交易部主管聚舊。過往擔任分析員的經驗，也確實有助推斷長倉基金和對沖基金的動態和策略，區分中日歐美等各方大戶的心態和謬誤……自己後來再成為對沖基金經理，看似迂迴，但始終不離本行，也是自然的轉變。過去多年，令我不停鑽研的動力就是好奇心。

在科技行業，也有人成為創投或私募投資人，但他們大多是科技企業的前任高層或投資銀行的併購上市業務管理人，而且一級市場也需要更長的收割時間，常受地域效應影響（如美國的創投人都生活在三藩市和矽谷，中國的創投人都集中在北京和深圳）。然而，我們的營運主管，皆是私募基金及投資銀行的銀行家，擁有數十年併購交易的經驗，也算是補足了我們在一級市場的經驗。

專才匯聚，集思廣益，路遙知馬力

自立門戶當然有代價。首先是時間。過去一年的基金初創期，工作量暴增，自己每天平均只有 5 個小時睡眠，比當年任職分析員時更忙上數倍。其次是金錢，我們的基金採用開曼群島的架構、聘用四大會計師事務所之一的 Ernest & Young 和律師所 Maples and Calder，都所費不菲。幸運的是，有賴業主朋友的支持，我們可以在中環地鐵站附近找到優質地段的辦公室，除了只須支付實惠租金，也可以更靈活地佈置室內裝修。但即使如此，我

們這小型基金，撇除裝修及人力薪酬，每年的營運成本也接近百萬港元。

投資的成敗，需要團隊的合作，共享資訊，共謀策略。搬到新辦公室後，我們也新增了不少成員和角色，如營運主管及幾位分析員，包括來自私募基金與投資銀行的資深銀行家、多年對沖基金經驗的投資經理、浸淫科技產業多年的營銷主管、長春藤大學的電機工程學系博士，因此也比對手更了解產業鏈的變化、更了解公司管理層的作風。這樣的資歷，在基金圈子不太常見，即使人力成本高於其他基金，也確保專業水平。

平衡佈局，遵循流程，百川匯流

小弟由產業圈轉戰金融界，可說是半途出家。自己早年在傳統科技產業工作，對於財務只是一知半解，獲取 CFA 後的最大感受，不是知道自己懂得了多少，更知道自己的無知，所以決策時會更冷靜和謙卑；而且也感受到世界的層次感，不會單從表面觀看事物，而深入地認識自己和別人的盲點。近年小弟轉任基金經理，再擔任多間院校的 CFA 課程講師，也不時擔任香港證監會和香港財經分析師學會 (HKSFSA) 的嘉賓，亦有參與考試相關工作，對 CFA 理論實踐也更為純熟。今天我們基金一半都是 CFA 的認證持有人，其中兩人更是 CFA 的資深講師。當然，對於金融圈內人，CFA 只是開始而非終結，我們每天就像在 CFA Level 4 的層次，不斷實踐著相關理論。

今天，CFA 與小弟最相關的課題，就是「投資組合管理」(Portfolio Management)。在「組合管理」(Portfolio Management) 理論當中，投資者在個別股票持續獲利，只是在「證券市場線」(Security Market Line, SML) 擁有優勢，唯有結合不同股票或板塊的優勢，形成持續獲利的組合，才算在「資本市場線」(Capital Market Line, CML) 擁有組合性優勢。有些大型

基金常用電腦計算 SML 或 CML 圖表，我們反而著重公司組織圖、產品設計圖、五力模型圖、籌碼分佈圖，當然也運用著 SML 和 CML 的理念、計算「無風險回報」(Risk Free Return) 和「最佳回報點」(Optimal Point of Return) 的所在、想著如若保留部分現金 (Under Utilization) 或利用借貸槓桿 (Leverage) 會怎樣影響 CML……

我們平時挖掘概念和制訂決策，也是按照 CFA「投資流程」(Investment Process) 的內容，透過嚴謹和循序漸進的流程，達成客觀理智的決定。為了各司其職、各展所長，我們讓不同人負責不同環節，有人負責日常營運和風險管理，有人留意資金流向指標，有人閱讀券商報告和解讀市場意見，有人探訪公司和工廠，有人出席公司業績發佈會，有人與分析員和基金經理交流，有人出席產業展覽留意產業鏈的動向，而小弟只是領導方向，負責整合拼圖和作出最後決策……明確的分工，既避免了漏遺細節，也避免讓個別人士的偏見影響決策。任何的投資決定和成績，都是靠團隊之功，也是集體負責(投資的成績理應由各人共同分享，但決策失誤當然由小弟一力承擔)。

我們的辦公室採用開放式的格局，代表了公開透明和蔑視內幕交易的理念。我們也希望藉著舒適輕鬆的環境，激發各人暢所欲言。辦公室裏，每人都是神探，四周的玻璃牆壁滿佈了拆局的樹狀分枝圖表，經過眾人多次的批評和修正，至今我們也更能純熟地運用多維度多層次的分析和下注策略。當然，我們也不能窮盡市場變化、不能覆蓋所有死角，因而也會邀請科技圈公司管理層和和金融圈的分析員和基金經理來訪，交流股票心得(包括營運狀況、財務數據、股權變動、管理層變動、產品知識、行業趨勢……)，以致很多決定，就像加料翻煲的千年鹵水汁，融合了內部同事和街外精英千錘百煉的智慧結晶。

分享心得，公開秘訣，教學相長

證券分析浩瀚淵深，影響股價的因素千變萬化，在分析過程中，既要化繁為簡的歸納，也要由點到面的演繹；既要博雅的文科思維，也要具邏輯的理科思維；既要有企業營運的商業頭腦，又要有資本市場的先機觸覺；既要有學術理論，也要有產業知識。因此**我們的拆局技巧，由宏觀分析到微觀分析，由基本面到資金面，由選股擇時到注碼管理，不迷信權威或數字，更不排斥陰謀論，力求綜觀全局運籌帷幄，逐漸形成一套融合的組合拳。**

不少人都感奇怪，我們為何願意出書公開獨門秘笈？正如過去數十年，索羅斯的量子基金一直都有集資，巴菲特的巴郡至今仍維持上市地位，我們深信，**分享投資心得或分享利潤，都有其槓桿效用，既能提升自己的投資技術，也讓個人財富更快速地成長。**在高新科技產業，大眾往往不求甚解，我們自問專業水平和交易策略可居亞洲前列，也想藉著基金和出版的小平台，提升在科技板塊的投資水平，同時向社會推廣投資教育（至少讓我們的讀者更高明，保障他們的財富免遭侵蝕）。為此，小弟最近和兩個好友協辦課程，以 CFA 理論基礎融入股市的街頭智慧，與大眾分享投資技巧。

本著作與前作《對沖拆解王》的最大分別，是小弟與好友周睿（Raymond）的觀點融合，也是產業微觀動向與環球宏觀形勢的融合。Raymond 是小弟少見的策略高手，洞悉力及組合能力更是高超。如說前作是由其編曲，本書則可算是由他導演及演出，讓內容和編排更精益求精。在他和編輯拍檔 Michael（陳卓賢）的佈局下，相信讀者更能由淺入深地領悟我們融合經典財經理念及街頭智慧的技術，和我們一起在投資路上開山劈石，不斷修正和完善自己的投資模式。和上一本書相同的是，大部分文

章都有一定深度，讀者或需一定基礎才能消化。當然，另一個輕鬆的閱讀方法，也可視之為投資銀行及基金經理的生活趣談。

一直以來，多次在各大學的商學院及應香港財經分析師學會 (HKSFSA)、香港證監會 (SFC)、投資者教育中心 (IEC) 的邀請下，講解投資技巧。日後，我仍會繼續與讀者分享及討論投資方法，有興趣的讀者可與我們聯絡（見作者簡介），並註明《對沖拆解王》系列的讀者，好讓日後能第一時間通知大家最新文章、任何會議或座談會的動向。現在，我亦積極尋找有創業心、希望和我們一起（全職或兼職參與）發展對沖基金或投資教育的朋友，把我們的平台做大做強的同時，也回饋社會。

王華 (Fred)

謀局之人，戰略之眼

不爭天下之交，另起爐灶，幾乎注定碰壁，遇上漫長的遠寒冬期，走上曲折的道路。某程度上，創業家就像極地的探險家，本身都是勇者，但比常人更了解自己的軟弱和恐懼。Fred 創立他的對沖基金以來，感激不少朋友的無私指引，讓我們的寒冬期更短、更少風雪、更少彎路、更少碰壁，期間當然也有阻隔，但那些沒殺死我們的失敗，則讓我們更大膽堅強，更快地在失敗中復原，更能以新方式解決舊問題，更快找到邁向新世界之門。

很多時，創業型的小型基金都像先天不良，沒有資金和資源優勢，沒有口碑和品牌效應，沒有網絡和群聚慣性，沒有記錄和往績參考。然而，CFA 理論和市場統計也表明，當資金超越某個水平就會開始步履沉重，而在某些時候小型基金更能保持低波動和高回報。**即使是小型基金，如能選對熟悉的戰場，又能保持靈活和快速的戰術，就能很快建立自己的護城河。**我們的知識和技術，源於對高新產業及實踐 CFA 理念的理解；我們的靈活和速度，源於對戰場和對手籌碼的掌握，有時在激烈競爭之下，單憑搜集和分析的速度、決策和反應的速度，就可彌補其他劣勢。以上就是我們的優勢泉源。

局中之局，多謀則擅斷

近年，金融系統日趨繁雜，資訊狂潮更加泛濫，投資技術更快更新，投資買賣更急功近利，大戶炒家更凶狠進取……動盪的市場環境，也有更多「拆局」、「設局」、「破局」、「救局」的故事，**這些「局」的故事，本質都是謀略的運籌。**

「拆局者」需要分解人事物的聯繫，分辨噪音和雜訊、拼合碎片重組案

情，計算籌碼流動、洞察對手底牌、預判對手策略，莫不需要嚴密的系統思維，也需要邏輯推理和批判力。在每天的金融市場，除了像我們這樣的對沖基金，不少長線基金、私募基金，甚至投資銀行、管理層、莊家、炒家，甚至政府部門、監管機構，每天都在拆局和對奕。

「**設局者**」都是謊言編織者，他們擅於策劃、調動、整合資源，也有極強的組織力和策劃力，讓陷阱和謊言如幻似真。在環球宏觀層面，美國在近半世紀主導的貨幣戰爭，包括三十年前設伏日圓、十五年前衝擊歐羅，都是似暗或明的貨幣戰爭，讓對手在層層埋伏之下前後受縛、進退失據。而在公司層面，不少管理層的內幕莊家，都是玩弄財技和操控股價的設局人；某些巨型企業（例如蘋果、谷歌、高通、三星、華為、阿里）的佈局，甚至牽動環球產業鏈和國家政策。

「**破局人**」不只看穿漏洞和破綻的洞察力，更有直擊要害、見血封喉的手段。在環球政經層面，量子基金在過往三十年，以閃電戰術狙擊英鎊、泰銖、港元，衝擊不同國家的金融資產市場，都是宏觀破局的經典。在微觀層面，沽空機構和對沖基金就擊破不少中國概念股的莊家財技佈局。

「**救局人**」是救急扶危、力挽狂瀾的要角，強調堅決的行動力和決策力。在歷次金融危機的漩渦之中，央行、證監、財政部，都是最終的救局者，當然少不了在股災穩定大局人心的主權基金和退休基金。而在微觀公司的層面，勤王護盤的主力，大多是管理層或大股東或其友好莊家，但遇上股權激戰，管理層也會邀請私募基金成為白武士。

八年前的《貨幣戰爭》革新了人們對於宏觀金融佈局的視野，**而本書礙於篇幅，我們將重點放在微觀的股票「謀局」**（如有機會，在往後的著作則再剖析怎樣拆解市場幻象，專門闡述金融市場的「設局人」、「破局人」及

「救局人」)。繼承前作《對沖拆解王》的「拆局」宗旨，「謀局」可算是包括但又不止於「拆局」。狹義的「謀」僅指謀略和計策，但廣義的「謀」則泛指思考和推算。金融圈從來都是謀略之地，借用《金錢師》的名言：「但凡你所知道的事情都不重要，真正重要的事，都是你所不知道」，置身股票場上，擅謀者能斷，先謀後事者昌，即使未能運籌帷幄決勝千里，睜大戰略之眼，至少能戰而不亂、敗而不殆。

在這些「局」中，對沖基金經理的角色，通常都像獵人、刺客、殺手。很多時，我們不只狙擊對手，更會狙擊曾經唱好的公司，狙殺喜歡和熟悉的公司，狙擊自己親人持有的公司……由於我們的成果，都是建基於別人的傷口之上，以致對於交易大都三緘其口，即使巨幅大賺也要壓抑內心的狂喜。當然，我們也有「報應」的時候，有時昨晚喝酒的朋友轉瞬間就變成了今天的對手，最熟悉的招數、最熟悉的呼喊，再也不是發自身邊，而是直指我們。因此，對沖基金經理的心智修，必須先是無情，繼而無我。

自勉勉人，在大潮之中滑浪

今天的市場已甚少循循善誘、耐心點撥的大師，更多是下達嚴苛要求（當然也給予巨額花紅）的魔鬼老闆。在這樣的大潮之中倖存不倒的，除了頂尖的才能，更要兼具頂尖的智商和情商。本書就是因應這大環境而生。寫作出版都是吃力不討好的苦差，即使算上版稅也遠遠不及我們的正職薪酬，這是《對沖拆解王》系列的第二集，初衷原本是寫給我們基金的投資者和圈內朋友，作為另類 Newsletter，讓他們了解我們的運作，當然小投資者看了也是受益匪淺。

本書的文章來自三方面。一是選自我們近兩年在《經濟日報》的專欄文章，二是改寫自 Fred 接受媒體訪問和公開講座的内容，很多雖是舊文選錄，

但內容都有大幅重寫，三是完全為了本書而寫又從未見報的「乾貨」。重編重寫的過程固然冗長，但由於自己過度精益求精（一是不欲讓 Fred 的粉絲失望，二也要對得起自己的名號，確出自我手的文章絕無次品），及後寫稿之時也撞上備考，以致嚴重延誤進度，在此謹向 Fred 的粉絲致歉。

至於本書的內容則可分為三部分。第一和第二章，剖析投資市場生態和投資技術，內容與投資成敗相聯繫，**讓投資人知道自己在食物鏈的位置，也知道自己的目的地和路徑，是全書的重中之重**（由於章節篇幅所限，有太多內容無法收錄，將留待在往後著作再詳述）。第三和第四章，**從另類角度（牌局博弈、血型特質）進一步闡述拆局策略**。第五和第六章，**以圈內人身份披露相關行業（科技產業、金融行業）的特點**。

我們最近發覺，不少同行都在默默關注我們的文章（但沒有在口中說出來），當中包括知名基金經理、知名分析員、財經專欄作者、財經演員……自 Fred 數年前開始在傳媒大力推廣其投資理念，近年市面也出現了更多闡述「催化劑時間表」、「多層次多維度策略」、「沽空」及「長短倉配對交易」的文章和書籍，當中不少也確是有深度的佳作。我們當然收不了版權費，但更多人討論類似概念，也代表了大眾對我們的肯定和認同。

事實上，我們的原意也是拋磚引玉，藉此引發更多深度討論，今天某程度算是達成了初衷。因此我們也相信，除了我們的朋友和客戶、除了廣大的小投資者，本書也將能刺激同行思維（當然我們時常向行家請教），往後市面必將有更多關於「設局拆局」、「組合拳」、「籌碼流動」、「運籌博弈思維」及「心理偏差和謬誤」的文章和書籍，當然也歡迎共同探討「血型分析」及「天文字宙理論」的題目。

周睿 (Raymond)

推薦序	2
推薦語	3
作者序一	5
作者序二	10

第一章 較量無聲，叢林的撕殺

人是感情的動物，也是慾望的奴隸，大部分的投資錯誤，都是源於人性的貪婪，就像毒癮一般，不只散戶每天在犯，資深投資人亦不能完全擺脫……

• 凝望上帝的眼睛 (1) 金融市場中的宇宙	19
• 凝望上帝的眼睛 (2) 投資人的十維時空	23
• 趣味延伸 投資宇宙，諸法無常	28
• 狼圖騰的投資叢林 (1) 狼與羊的天與地	32
• 狼圖騰的投資叢林 (2) 通向「超額回報」之路	36
• 投資的人性謬誤 (1) 揭開瘡疤，面對人性弱點	41
• 投資的人性謬誤 (2) 了解自己，是智慧的開始	47

第二章 運籌智算，心潮逐浪高

真正的投資人具備偵探頭腦和收集情報能力，在公開渠道搜集蛛絲馬跡和砌圖碎片，再拼湊還原完整圖景，以重估公司價值。

• 拆局組合拳 (1) 由表及裏，融合策略的組合拳	55
• 拆局組合拳 (2) 窺探底牌的專業偵察	63
• 拆局組合拳 (3) 工廠調研的那點事	70
• 拆局組合拳 (4) 分析謬誤和預測通病	75
• 拆局組合拳 (5) 計算籌碼，感受流向	80
• 拆局組合拳 (6) 牛熊共舞，長短互易	86

• 趣味延伸 來自星星的對沖謀略	91
• 一隻羊的求存 (1) 集中精力！集中火力！	97
• 一隻羊的求存 (2) 生活調研，隨處是方法	102
• 一隻羊的求存 (3) 沽空的藝術，穿上大戶之鞋	107

第三章 心智遊戲，牌意不在牌

投資大師大多是賭局的玩家，也常常寓訓練於遊戲、寓學習於娛樂。

• 賭局博奕看投資 (1) 模擬場景的心智訓練	115
• 賭局博奕看投資 (2) 以橋牌技術征服市場	120
• 賭局博奕看投資 (3) 從德州撲克論「超額回報」	124
• 賭局博奕看投資 (4) 從 21 點神算看擊敗莊家之道	128
• 賭局博奕看投資 (5) 從百家樂看人性弱點	134
• 賭局博奕看投資 (6) 在麻將四方城中論投資	138

第四章 無形之手，性向的鎖匙

研究血型性格及研究股票，都是尋找人的本質；透過認識投資人和管理層的血型本質，就能進一步了解他們的投資手法和決策。

• 左右人生的無形之手 (1) 從血型探究投資的本質	145
• 左右人生的無形之手 (2) 獨立堅毅的 O 型獵人	151
• 左右人生的無形之手 (3) 嚴謹踏實的 A 型農夫	155
• 左右人生的無形之手 (4) 自由奔放的 B 型牧人	159
• 左右人生的無形之手 (5) 善變反覆的 AB 型混血兒	163
• 趣味延伸 重拾被遺忘的拼圖	166

第五章 胸懷天下，俯瞰地球儀

科技如何改變人類生活，也預示了未來的投資浪潮。在知識經濟的年代，科技創新對今後人類生活的衝擊，只會有增無減。

- 厚積薄發，千錘百煉 175
- 科技科網，玩的是心跳 181
- 軟件市場無限想像 (1) 這個時代的「那些年」 186
- 軟件市場無限想像 (2) 搶佔移動互聯網的制高點 191
- 硬件市場技術稱王 (1) 硬件晶片，混戰連場 195
- 硬件市場技術稱王 (2) 聚焦零件，以小及大 201
- 趣味延伸 融合軟硬，並濟剛柔 205

第六章 名利場內，圍城的日夜

以基金經理之眼，審視市場的機遇和陷阱，參考市場前車之鑑的覆轍，看看其他企業如何犯錯或借機成長，就能狙擊下一次的致勝機會。

- 對沖投資與企業管理 213
- 中環 Frontline 的日與夜 218
- 趣味延伸 如何在情場狩獵基金經理 224
- 求職奇兵切入專業金融圈 230
- 投資人的道德操守 (1) 金融人心中的本能寺 234
- 投資人的道德操守 (2) 投資路上做一個好人 239
- 後記 243

拆局組合拳（1）

由表及裏， 融合策略的組合拳

過去十多年，香港人經歷多次股災，大戶和散戶都變得更聰明，投資手法也日漸進化，單純的基本分析/技術分析/資金分析，似乎都不堪應付今天的市場局勢，而我們也需要以整合和融合的眼光，以一套連環組合拳去拆解股票的局勢，其中財報分析、政策分析、財技分析、行業分析、資金分析、技術分析……各派武功，兼容並蓄，缺一不可。

投資牽涉人的預期和情緒，也牽涉伴隨貪婪和恐懼而生的瘋狂。無論在宏觀還是微觀的層面，無論「由上而上」還是「由下而上」的分析，拆局都可分為基本面、資金面、催化劑……唯有在每層次都面面俱到，才算立體而全面。

① 宏觀基本面

宏觀基本面包括以下四方面的數據：

經濟發展形勢：諸國的國內生產總值、採購人指數、失業率等數據；

金融貨幣政策：影響銀根的息率、匯率、存款準備金率、存貸比率；

產業財政政策：市場化改革、基建計劃、國家預算、稅項豁免、優惠補貼、發展基金、法律訴訟；

政治因素（尤其在中國）：派系的分佈、權鬥的結果、接班人的佈署。

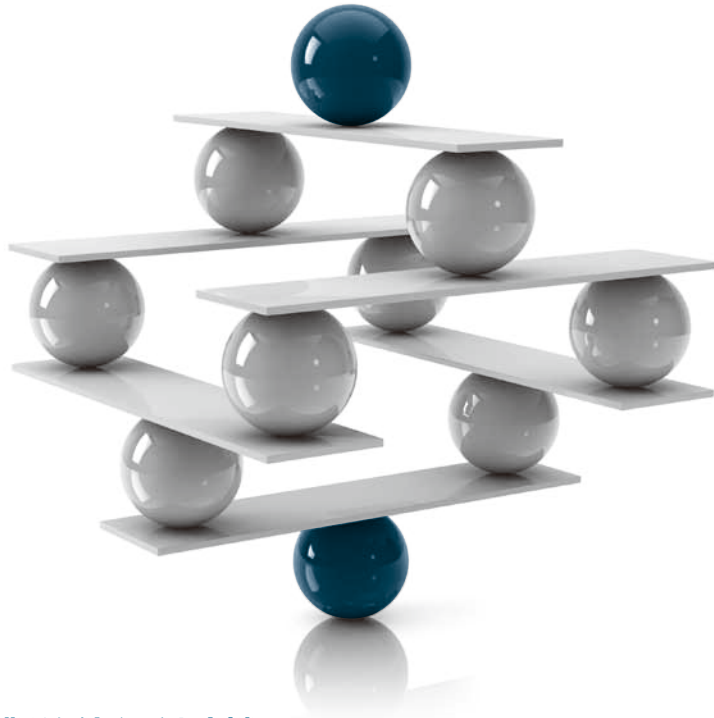
在東亞地區，以上領域都不離「有形之手」的干預，因此有時更要研究領導人的思維，為何在這時推出政策、政策聲明的潛台詞、政策有否失算漏洞、各方將如何應對、還有何後續的立法和司法和執法手段……

② 宏觀資金流

宏觀資金流主要是兩方面的研究：

首先，是國家級選手和超大型基金的動向，例如國家主權基金、機構退休基金、超大型長線基金、環球宏觀對沖基金……

其二，是熱錢的環球流向，也包括各大資產市場的指數，如大宗商品市場、美國債市、美國股市、中國股市、環球匯市……



③ 宏觀的催化劑時機

當然，也少不了宏觀催化劑的研究：

當中我們會看政策時間表，會否有意外的考慮因素，會否在市場預期的步伐之外……也會留意黑天鵝事件，研究其性質、概率、影響……在環球層面的催化劑事件，除了人所共知的意外（如地緣衝突、宗派衝突、社會暴動、恐怖襲擊、氣候變化），近年不少社會事件，如核電廠爆炸和客機失蹤，皆成為引發外交衝突和市場動盪的星星之火。

然而，環球宏觀分析博大精深，近年我們即使更多留意宏觀政經形勢，仍然只能與市場同步（市場上也很少單憑宏觀分析就擁有優勢的基金），因此還是集中時間在微觀的產業和公司研究。

④ 微觀基本面

微觀基本面的研究，集中在公司層面的因素：

我們除了關注管理層作風、管治水平、財務變化，還會關注供應鏈變動、產品質素的變化、客戶和供應商的變化。除了比較按季和按年的業績，還要估算管理層會否修改季度或年度的業績預期、公佈的財報有否財技陷阱、為何要在這時促成交易、為何用這模型而非那公式估價……

在個股的層次之上，還有產業主題熱點的局，甚至是宏觀經濟的局。在這個階段，也要模擬大股東或管理層的心態，我們集中研究甚麼是未被市價反映的訊息，市場還有何錯誤預期或過度戒心，以便能捕捉轉捩點的先機。



⑤ 微觀資本流

微觀基本面之後，是微觀資本流的拆局：

股價的變化源於不同對手的消長結果，包括長線基金、對沖基金、大陸公募、大陸私募、管理層、內幕人士、散戶……我們每天就用「場景模擬」的方式，模擬長倉資金和短倉力量的分佈，研究對手的思維習慣、決策模式、反應速度，再對照資金流向的數據（如股票轉倉模式、持股人股權變動、託管人變動、個股沽空比例），推測最新的籌碼流向和分佈。這套方法，我們借用半導體的術語，暫且命名為 ASIC（Alpha Scenario Inter-Correlation）。

⑥ 微觀的催化劑時機

然後，我們再研究微觀的催化劑時機：

第一步：列出催化劑的名單，業績相比預期的增減、盈虧的動力、新技術新產品的研發、新客戶新伙伴的建立，都可以是股價的催化劑。

第二步：判斷催化劑和轉捩點的性質，是屬於宏觀產業題材，還是公司個股層次；是屬於長期結構轉變，還是短期事件。

第三步：追問市場有否誤解、市場還有多大的誤解、對手能否提前發現差價、催化劑何時引爆、爆發時各方又有何反應、股價將如何走向，再決定押注的數量和時機……

⑦ 技術分析

很多散戶研究股票時，都盯著趨勢指標或動力指標的變化；我們也會關注技術指標和技術形態，但從不迷信。

首先，CFA 之中就闡述了技術分析的限制，在存在訊息差距和成交疏落等「弱有效」(Weak Efficient) 的市場環境（例如房地產交易、藝術品拍賣、硬體科技股票），大多充斥誤差和偏見，不時出現突襲交易和場外交易，市價也常常暴升暴跌，以致技術圖表更加滯後，亦不能提供前瞻性指引。

其二，在今天電腦落盤 (Direct Market Access) 的年代，很多小市值的股票，都有內幕人士操縱技術形態、技術指標、成交額，CFA 的「道德操守」課題就講述了不少這類市場操控手法。

「牛頓定律」看投資

當我們按照預想劇本下注之後，還要留意現實發展，比對原有的劇本，並隨之調整注碼；就像別人賭球都在賽前就下注，我們卻在比賽期間隨機應變，根據事態發展而下注，即使利潤較低，卻能擺脫賽前分析的心錨，亦能把握別人出錯的時機而追擊。

牛頓開闢了物理世界的新紀元，卻在投資失敗後表示「我能計算天體運行，卻無法計算人類的瘋狂」，但牛頓的「三大定律」與投資分析卻有同工之妙。

第一定律（萬物都以慣性運行）：可以比喻有效市場下價格反映一切的現狀。



第二定律（新速率乘以舊重量也會改變質量）：在科技的世界，單憑常識往往不能持續戰勝市場，我們就在眾人常識和市場認知之外，尋求未來影響股價的意外因素（例如基本因素將會如何變化、何時變化（第一重轉折點），並留意催化劑的發生概率和時間。

第三定律（作用力會引發同等的反作用力）：我們再模擬市場對手的看法，判斷誰將會因此進行買賣、買賣多少、何時買賣（第二重轉折點），再根據我們和別人看法的差距，歸納股價的升跌、速度、動能。

第一次就做對

當不斷跨角度和跨時空地思考、不斷以場景再生的角度運用大腦，修煉悟道進化到極致，我們相信，都能像《來自星星的你》的都教授或《22世紀殺人網絡》中的 Leo，遭變故之起而不驚，即使置身槍林彈雨，亦能看穿子彈的速度和軌跡，藉著時差搶佔先機。

有時我們也會買賣大中型股票（如中移動、中聯通、騰訊），也開始注重宏觀政經的拆局，但仍是集中鑽研軟硬體產業的中小型股，在半導體及硬體科技，在球就有近百隻股票），只要在關鍵點長期用功，已能奠定策略性拆局的框架。

今天，對於長倉和短倉，我們都更敢於押下重注，若能更深入分解長中短股價因子的敏感系數，更靈活地增持或減持，則更是勝券可期。**有時看到公司出現內傷（公司管治或業務有黑暗面）或外傷（股票被唱淡或減持），我們也會落井下石，謀取負面而合法的「魔鬼回報」（Evil Alpha）。**當然，在沽空獲利之時，我們則要小心言辭，因為當中的利潤可能就是親友的虧損。

投資人的最大對手，往往都是自己。一位電子界奇葩朋友說，人生最圓滿的事，是第一次就做對，不用凡事都從痛苦中學習。不少朋友投資時，一廂情願地預測大市，昧於形勢而偏執己見，厭倦頻密的精算研究，常常出現偏見，常常墜入陷阱。我們從不相信只有犯錯才能汲取教訓，從身邊同事 / 基金朋友 / 炒家的經驗，也確實領悟到不少寶貴的交易心得，因此很少犯下大錯，但也不斷從小錯中汲取大教訓。