

## 專訪西澤投資劉央 重新出發

有「女股神」之稱的西澤投資管理主席兼首席投資官劉央，在蟄伏多年後重出江湖。她接受本刊專訪時稱，因看到「新經濟起飛」的趨勢，而港股將會食正這個新機遇，相信在估值被低估，加上有更多新經濟股來港上市的情況下，2021年恒指上望30000點指日可待。

今天劉央霸氣地復出，說要引領投資者聚焦「新港股」，亦因着AI量化投資團隊的助力，令她多了一雙科技翅膀，掌握未來，明年將會飛得更高遠！

值得注意的是，劉央看淡美股走勢，順勢推出低風險、可對沖股市下跌的債券產品，作為復出的頭炮。除了債券，該產品組合還加入了當時得令的比特幣，取得不俗回報；截至11月底，年化收益率達20%。

撰文：柯慧琳、林衛 • 攝影：梁健騰  
其他圖片來源：彭博社、法新社  
美術：朱勁培

### 劉央 Profile

現職：西澤投資管理主席兼首席投資官

事業：

2020年：復出擁抱「新港股」

2018年：組建智能量化投資團隊，另西京投資易名西澤投資

2016年：淡出西京

2015年：成立中國文化和娛樂產業基金，介入影視業一級市場

2011年：全購西京集團股份，出任掌舵人

2002年後：加入英資對沖基金公司西京投資管理公司出任公司主席

2001年：加入總部在悉尼的首域資產管理公司，任中國投資總監

1993年：被派駐澳洲管理在當地上市的中国封閉式基金

1990年：被中信集團派駐香港中信泰富進修，學習金融期貨交易及對沖基金運作。

學歷：

1988年：畢業於中央財經大學

# 恒指合理值 3萬

## AI資產配置年回報兩成



# 劉央：明年恒指合理值 30000點

有「女股神」之稱的西澤投資管理主席兼首席投資官劉央，近年鮮有在市場露面，大家都以為她已淡出市場。她的投資戰績或許已沒有人記得，但總會記起她於2018年4月時唱好騰訊（00700），認為2年內可升到1,000元，因為騰訊股價不似她預期，今年4月沒升至1,000元，傳媒就封她為「燈神」。劉央接受本刊專訪時明言，對這稱號絕不介懷，她說：「今天騰訊都升了，我賺那麼多錢，怎麼都不講了？肯定要她不好時候我才推，我從350元一直推到300元，現在都580多元了。那都不用講了！」對於騰訊前景她還是看好的，尤其是2021年要擁抱新經濟，騰訊是必然的配置。

多年前，劉央突然消失於大眾眼前，她向媒體透露，當時因為發生了三件事，令她退居二線，一是父親的癌症復發，需要她照顧；二是微軟創辦人蓋茨（Bill Gates）的基金與她結束了近10年的合作關係；三是A股股災，基金淨值出現大幅波動，而她讓投資者贖回。「2015年開始我很迷茫，不知道下一步股市、經濟、政治往哪發展，我用了長時間來洞察判斷，直到去年6月復出，今年我用『審時度勢、承天應運』這八個字來定義明年的發展。」劉央說今天不單重出江湖，而且身後更插上一雙翅膀，所指的是科技翅膀，而這對翼會讓她的事業再次高飛。



## 必須重倉中國資產

劉央為大眾所知，除了因為「女版巴菲特（Warren Buffett）」之稱號外，亦因為她亦追隨股神巴菲特，使用「價值投資」。她的核心揀股方法則用上「貫通法」即由上至下（Top down）及由下而上（Bottom up）。在整伏4年後，今天她說要擁抱趨勢。她引用《孟子》名言，「雖有智慧，不如乘勢，雖有鎡基，不如待時」，（意思是即使有智慧，也不如更好地運用形勢；就算是有好的犁鋤，也不如等待農時再耕作），她想強調的是把握時機的重要性。她說2021年的勢頭在「虛擬經濟」，且對港股以至A股信心滿滿的，她強調：「2021年恒指合理值30000點，A股則迎來『牛一』階段。」

她說現在重出重出江湖因為羽翼已豐，強勢回歸主要有三：一、患癌的父親已離世，她陪伴在側4年多，「他的離世對我影響挺大的，我真正重出市場，全力以赴是去年6月份。」二、「2015年『811滙改』（見96頁財經詞彙）後股市特別差，2015年熔断又有好多人撤資，那年美國實行『強美元』政策，美國股市自那時起蓬勃往上且瘋了，但中國股市很差，然而2021年是時候『開車』了。『強美元』令美國股市瘋狂，但根本沒價值可言，『價值投資』理論崩塌了，像Tesla 1,300倍的歷史市盈率了我就真的算不出帳來，為甚麼值這麼多錢？」三、「香港發生巨變，香港本身的這種混亂狀態，社會撕裂，然後無所適從，年輕人沒有希望、很多產業的消亡，再加上這5年中國與美國

發生衝突，雙方『無硝煙』戰爭始於『強美元』貨幣戰，然後就有貿易戰、科技戰。」

她引用國家主席習近平去年10月的說話，「當今世界正經歷百年未有之大變局」，她說：「2020年是一個甚麼都可能發生變化的年代，而且變化是超出所有人正常的預期，但是我對香港仍然有希望，我以香港為家20年，我愛香港，我有信心香港未來仍然是一個可以跟美國平起平坐的資產管理和財富管理中心。今天中國崛起且變得無比大，新經濟有多Powerful？今天你必須配置中國資產，而且必須『重倉』！」

## 須擁抱科技的翅膀

劉央說現在可以非常清晰地告訴大家，今後該往哪方向發展。她說：「要擁抱『科技的翅膀』，人工智能系統化和機器學習，自動化，這兩個加起來能夠預測資產配置的風險，我們訓練機器讓它拋開人為的因素，可以比較客觀的做資產管理和財富管理。我意識到在新經濟時代，我們必須有自己的IP，團隊、模

型及戰略，所以我重金禮聘了應堅翎博士，我們首創了『神似債券』產品。我們為客戶找到一款低風險高回報的產品，而且不是人為的，是用機器配置資產，合力天成（Syzygy Capital）做量化投資，幫我專門做AI系智能化的機器學習的策略，另一間叫合高投資，專門幫我做PE的，有了這兩家公司，我就像插上『科技的翅膀』，這才能飛。我們用科技去做資產管理，以後就是算法、算力的世界，而這款產品在香港是獨一無二的，再過幾年我可以退休了！」

## 放棄價值擁抱趨勢

談到從價值投資改為擁抱趨勢，周期，她說孟子的有智慧不如趁勢實在太高了！「你再有智慧，如果不與時俱進，你的智慧就會變得沒有用，不能產生效果和作用。原來我是一個踐行『價值投資』的人，所以被冠以『女巴菲特』的稱號，今天我發現我用傳統的價值理論，已經不足夠幫助我取得更好的回報。我開始側重周期性，每個行業和每個階段都有不





同的周期，我開始研究，方才發現周期就是趨勢！比如說現在新能源汽車會蓬勃發展，明年還會。新材料、跟5G相關的都會蓬勃發展，難道這不是趨勢嗎？這就是科技發展的趨勢，Bio Tech不是趨勢嗎？這些就是未來！」

投資未來就是投資新經濟，而由新經濟帶動的「新港股」會騰空而出。明年的趨勢很簡單，凡是帶新的新消費、新零售，新5G、新能源、新汽車，如新能源汽車等都會起來，這就是未來的趨勢！」

她解釋說：「其實跟我過往用的『貫通法』沒有矛盾，正因為用了10年功夫研究『貫通法』，如果你自上而下看政府政策，如『十四五規劃』，你會發現新能源車自當應運而生，因為政府作巨大推動。我特地

研究新經濟發展，『貫通法』輔助了我，幫助我重新研究關於周期性的發展。所以我們想做『周期的朋友』，因為世界地緣政治變遷，因為貨幣戰爭、科技戰的爆發，大家發現高科技、新能源這些決定國內生產總值（GDP）權重的和增長的行業，實際構成了未來發展的動力，自然地政府會支持。」

對於過去一直信奉的「價值投資」，但突然棄守。她說：「從2015年開始，市場上完全放棄了『價值投資』！中國的新經濟發展的一個最重要的里程碑和結果，你看恒指成分股，52家藍籌股中，新經濟基本上已經佔了一半。新經濟的發展趨勢在香港勢如破竹，不可阻擋。我們必須參與其中，要順應這個時代的發展，要作弄潮兒，跟着她才能一

起發展學習，要打破我們傳統的思路，然後用高科技武裝自己，才能活得比較比較順利，香港未來10年的變遷，一定會聚焦於新經濟領域！而且這勢不可擋！」

### 香港股市世界最平

對於明年港股預測，劉央說：「如果你是價值投資者，是不是要看市盈率？今天美國市盈率多少？平均40至50倍，香港多少？15倍不到！但是今天新經濟來了，其蓬勃發展的都在指數裏邊了，為甚麼不能升到30倍呢？現在香港股市是全世界最便宜的，所以我認為30000點應該是合理值，且一點都不過分。30000點其實是一個特別容易達到的目標，且指日可待，如果新經濟不斷登陸，我看到更好的恒指高度和發展。有中國

的支持又有大灣區，再有南下的資金，愈來愈多新經濟股，龍頭獨角獸會來香港上市，股市為何不會上升。」

她對香港未來充滿信心，因為看到未來陽光明媚。香港經歷了波折、天災人禍，香港2021年將會發生很多變化，「第一，我們跟大灣區不斷的融合成長。第二，香港經歷了災難、苦難的市場，汲取了經驗和教訓而自強不息，這就是獅子山精神，在香港會發揚光大。第三個就是滬港通、深港通的改革措施，造成了大量的南下資金，資金會不斷湧現。今天金融中心地位雖然被蒙上了陰影，但是我覺得這地位不會被輕易撼動，特別是中國經濟崛起，新經濟的蓬勃發展而帶來的「新港股」在香港就好像雨後春筍一樣的成長、壯大。

而她所指的「新港股」，是因應

新經濟而生且會不斷壯大的細市值公司。她說：「未來不斷會有行業領袖和顛覆行業的優秀民營、私營企業也登陸香港。香港作為中國改革開放的橋頭堡，作用會不斷地發揚光大，特別是大灣區跟香港的融合會帶動獨角獸和優秀人才，更引起兩邊的融通和交往，這讓我對香港未來的信心大增，因着獨角獸的崛起，對融資地位有顯著幫助。近年資本市場資金片面追捧『白龍馬股』，忽視很多代表新經濟企業對於經濟的引領和顛覆，市值較小與題材股被邊緣化，且此趨勢有增無減。目前香港股票市場70%公司的市值在25億元以下。當異軍突起引領潮流時，無論是指數投資者還是『白龍馬股』追捧者，都不得不自嘆錯失良機。所以在新經濟，新資本的背景，『新港股』一定會橫空出世。」

她續說今年恒生指數受到新經濟股的影響才絕地反彈，她說6月之前都是虧的，從9月份開始新經濟開始來了，機制發生了變化，以生物科技帶動的這種新經濟，然後網絡經濟蓬勃發展，全來了！「我覺得，這對香港注入了一個非常大的新生力量和新鮮的血液。因為新經濟在這裏邊的比重愈來愈大，新經濟需要新的估值體系，因為它太新了，那麼對新技術、新業態和新模式的這種估值要求，當面對一個全新的這種理念的時候，人們對其進行估值評估的時候，基本上都是『盲人摸象』，邊摸邊走，現在我們處於這個階段，比如說Google、Facebook、Amazon最初上市的時候，許多美國的投資者也很茫然，現在全部認可了，認為他們是最大的獨角獸，同樣現在香港的新經濟，好多人也特別茫然，然而如果

## A股牛市蓄勢待發

劉央認為明年A股牛市是無可置疑的。她說：「明年A股牛市我是贊成的，我認為A股蓄勢待發，她做了這麼多改革，今年1.7億的新股民入市，這是為甚麼我們說，中國的資本市場發生『從量到質』的變化，包括對虛擬經濟的扶持，原來政府官員不會大談股市要發展。現在已經上到了虛擬經濟蓬勃發展的正確的指導軌道上來了。政府已經下決心將中國的資本市場作為主要的融資體系，這個已經明確表示了，以順應經濟結構的調整和增長動能的轉換，所以以股市為代表的虛擬經濟，還有數字化經濟會蓬勃發展，這也是趨勢。」

所以明年A股牛市，這點我是非常贊同的，應該說是牛一。」

「我在2015年熔断時把A股賣得七七八八，過去幾年我對A股採非常謹慎的態度，因為政府對A股的態度不明確，都很迷茫，但是今年以來，政府的口徑一致，要將資本市場作為未來的融資體系的『重中之重』和中心，所以對科創板的扶持，創業板的改革都出來了。對IPO的市場又有了報備體系，全部改革都出來了。滬港通、深港通基金認證等，將來稅務還會改革，我覺得這是實質性的，會幫助A股市場的蓬勃發展，而且A股市場沒有理由不發

展。加上新經濟這股動力，這是蓬勃發展的趨勢。」

她認為明年是股市的分水嶺，美國股市會跌，A股會升。「我認為是『黃金交叉』，這就是趨勢。股市來說我們已經連續10年跑輸。我們的經濟沒甚麼毛病，健康發展。可是疫情也沒有打垮我們，以互聯網為帶動的新經濟蓬勃發展，GDP的60%是新經濟了，新經濟還代表高科技，沒有理由中國的股市不會起來。中國股市以前是嚴重的跟中國經濟發展錯位，以後也不用看經濟周期了，只要看行業周期，每個行業會單獨走出一種行情來發展。」

你不快樂的學習，對新經濟股的估值有所認識，學習他們為甚麼是中國新貴，中國的新興的80後、90後，他們這種思維模式、消費模式和成長模式不一樣，他們主宰及決定了新經濟的未來，而你又了解多少呢？如果你沒有了解，沒有趕上這列車，它會呼嘯而過，你這列車沒上去，你就永遠上不去！」

### 明年是新港股天下

劉央稱若上不了列車，會非常痛苦，她說：「你會問，怎麼股份天天升，但還會再升，也不明白為甚麼，不是估值的問題，因為估值是瞎子摸象，沒有人知道怎樣估值，它是趨勢問題，所以你會很迷茫，難以估值本身就蘊藏着價值，一個東西難以估值，它是有價值才難以估值，明白我的邏輯嗎？你眼看穿那個東西，價值你就知道了。所以股市非常神秘的地方或者叫刺激的地方，就是那個東西特別好，不知道怎麼估值，它還是天天升。」

劉央說要幫投資者將難以估值的

新經濟股進行估值，要確立和發掘一套新的估值體系，要尋找真正有潛力，會蓬勃發展，未來顛覆世界的領袖，所以她說明年是「新港股」的天下，她說必須先為新經濟股重新定義，就是以信息互聯網、數字技術、新能源、新生物、新醫療等技術為代表的新興產業，這叫新經濟，而他們團隊會在這範圍內，揀出100隻「新港股」，明年「新港股」是她們



「重中之重」的投資。

她續說，不是每個人都要買騰訊、小米（01810）、阿里巴巴（09988）和美團（03690），這市場健康嗎？她說：「理論上也做不到，特別是機構買到一定比例不能再買了。今年這個市場忽視了代表新經濟企業對於經濟的這種引領作用，這種正能量都被忽視了，所以明年是我們高飛之時！」

## 港元5年內掛鈎人幣

人民幣走勢方面，劉央說，以後做資產配備必須一個綠一個紅，即以美元為基礎，但要做人民幣資產配置，我預測人民幣將來有一天會跟港幣掛鈎。香港作為「一國兩制」下的金融中心，加上新經濟發展，沒有任何一個地區能像中國的大灣區這樣出現這麼多獨角獸？也沒有像中國一樣，短時間內產出這麼多百萬富

翁，趨勢已經形成。明年人民幣會「穩中有升」，人民幣短期之內應該在6和7之間波動。」

「美國印太多錢，美元已經慢慢不值錢了，但人民幣資產會愈來愈值錢，今年可能只有中國是正GDP增長，大家都受疫情重創，但中國控制得非常成功，中國經濟明年肯定會「穩中向升」的。今天人民幣國際化

還沒有實質性發展，但是咱們都知道，「數字貨幣」將來會推動人民幣的國際化，現在中央政府在推「數字貨幣」，已經有試點了，將來有一天可能就直接在香港，甯管是港幣和人民幣，就用數字貨幣了。我認為5年就會到來，5年之內「數字貨幣」將在香港盛行，屆時人民幣和港幣肯定會融為一體！」

### 應堅翎Profile

#### 現職：

西澤旗下合力天成擔任首席投資官

#### 事業：

- ◎2018年加入西澤
- ◎2011至2018年Voya Investment擔任高級副總裁及基金經理
- ◎2009至2011年於Piedmont Investment Advisors擔任高級分析師及基金經理
- ◎2005至2008年在對沖基金Man Numeric擔任高級研究員
- ◎2000至2005年高盛資產管理擔任量化分析師

#### 學歷：

- ◎畢業於天津大學電子電氣工程專業，擁有新加坡南洋理工大學電信工程碩士學位及哥倫比亞大學金融工程碩士學位



## 新產品應對美股風險

除了「新港股」之外，籌備兩年多的「神似債券」產品面世，也是驅使劉央出山的原因。為了開發這款產品，她邀請了有近20年量化投資經驗的應堅翎加盟，出任合力天成資本首席投資官，負責帶領團隊，設計量化投資模型及架構。新產品名為「合力天成加密債券策略」，標榜以人工智能（AI）及機器學習進行量化投資，由於在投資組合中，加入了比特幣和大宗商品，使得這個債券策略能更有效地對沖未來美元及股票的下行風險。

### 爭取回報 着重控制風險

不說不知，劉央揀在這個時候，推出對沖股票下跌的新產品，跟她看淡美股短期走勢，有很大關係。「我們就是擔心股市有風險，才推這樣一款產品，否則為甚麼不推股票基金，對不對？美股早就應該調整了，只因一直放水，但請問有多少錢可以放？很簡單，美股進入了一個畸形的發展階段，沒有調整也跟選舉有關，別忘記美國疫情都死了30萬人！」

在她看來，比特幣（Bitcoin）備受追捧，當中有避險的需要，明顯就是市場有部分投資者擔心美股天天創新高，或已接近強弩之末。「這款產品就是針對將來美股『抽瘋』現象停止，所以我們給投資人設計低風險、高回報的產品，它對風險的容忍度非常的低，而且能做出20%以上的回報，這產品太牛，是我們團隊每天艱苦用算法算出來的。」截至11月底，「合力天成加密債券策略」的年化回報率為20.7%。

據了解，這個策略的主要組成部

分為債券，包括企業債、抗通脹債券（TIPS，見 96 頁財經詞彙）、新興市場債等相關的衍生產品，還有比特幣、黃金及銅。

應堅翎解釋，將比特幣加入投資組合，主要有兩個原因。第一，相對於債券，比特幣的價格變動完全受市場調節，基本不受央行干擾，故可恢復債券對沖股票的功能。「債券的定價機制已不在市場，而是在央行手裏，失去了教科書的特性，如低風險、對沖股市和相對高的收益。我們要解決債券的波動率問題，如果沒有央行控制，靠自由買賣、市場喜好、風險承受度來決定資產價格上下浮動的，現在看到比較好的工具，就是虛擬貨幣。」

第二，在他看來，比特幣有巨大的升值潛力，甚至可媲美亞馬遜、Facebook 等股票。「我覺得現在的比特幣很像 10 至 20 年前的亞馬遜、Google、Facebook，以前沒法想像大家會離不開它們，如果虛擬世界要再往前走，缺少甚麼？就是缺少貨幣、金融網絡，比特幣正代表了貨幣和金融網絡，代表了網絡數字加密的技術，是個集合體。」

換言之，隨着比特幣的應用和認受性提升，其價值會如科技股一樣，體現在價格的不斷上升。而近日比特幣突破 2 萬美元後，升勢凌厲，周四（17 日）曾高見 23,642 美元的歷史新高。

### 尋找規律預測後市

另一個特點是，其系統在統計學、運籌學及微積分等數理框架上進行分析，並從中尋找一些規律



（Pattern），以此預測後市趨勢。至於資產配置的比重，也會按當時市況、波動率，通過算法來決定。

舉例，特比幣曾經一夜暴跌 3,000 美元，風險由 40% 大幅上漲至 150%，於是模型便將比特幣的組合權重由 8% 降至 2%，及後風險回落至 50%，比特幣佔比又增至 6%。簡言之，交易模型在爭取回報的同時，更着重控制組合的風險。

他說：「我們更注重最大虧多少，叫最大的回撤率，在調整模型的時候，可能為了減少回撤，犧牲一定的贏面，因為你有一次輸 50%，你要贏 100% 才能回到原來水平，要知道贏 100% 是很難的。」

同時，AI 及機器學習的交易模型，講求在一個佔優的勝率下，長期戰勝市場，類似賭場操作。「量化投資者選的是組合，只要我們選擇的組合能夠給出一個勝出的機會率，比如有多於 60% 的勝率，我們只要把風險控制在不會讓整個組合全輸掉，每個月一直按組合走下去的話，長期就

可以贏。」資料顯示，該產品的勝率達 61%，最大回撤及年化下行風險分別為 3.1% 及 5.4%。

應堅翎又強調，基本買賣時機、數量，都可由模型決定，降低交易員可能產生的錯誤操作，也節省了很多人力成本。「機器可以不停的工作，只要它一直接照比較機械的思維運作，比人類一定有先機，自我調整也會比較快，因為機器沒有感情。」

確實，機器的記憶和學習能力，非一般投資者能及，尤其對「黑天鵝」事件的處理，對日後交易很有幫助。「人類的記憶在 7 天以後，會變得沒這麼明確了，所以需要寫下來，否則只會選擇性的記憶一些東西，沒有辦法完全還原當時發生的狀況。但是，機器不一樣，可以 100% 記下來，它會把 100 年前發生的事情，包括關連性（correlation）完全記下。」舉例，當面對大跌市，系統會通過市場數據，利用數學方式對比歷次跌市的規律，找出比較接近的情況，並作出買賣的判斷。

## 由量化看明年危與機

在應堅翎的分析框架，需要不斷觀測市場信息，並將其量化，特別是一些高頻數據（High Frequency Data，見 96 頁財經詞彙）。

從目前的情況來看，他覺得明年投資者在樂觀的同時，也要抱住謹慎的心態。究其原因，美股已在高處不勝寒的位置，或許不用太多利淡消息，已足以給淡友反攻的藉口，其中最大的風險，來自市場對疫苗的效用，看得太過樂觀。

例如，明年上半年，若全球確診數目維持在高位，這樣便不得不讓市場重新思考各國重啟經濟的可能，對

後市存在巨大風險。

### 經濟體爆煲成風險

應堅翎又稱：「尤其是新興市場，可能有些國家來不及等到經濟好轉，土耳其應該關注一下，如果有經濟體突然爆雷，對市場會產生極大干擾。」

此外，市政債券（Municipal bond）同樣有爆煲的風險，皆因經濟近乎停擺，大量工人失業，商舖、飯館關門停業，嚴重影響政府稅收，一旦當地政府無力償還債務，將有機會違約。畢竟，市政債券的規模

不小，恐慌情緒會傳導致其他市場。因此，大家須留心每周、每月公布出來的數據，以觀察宏觀變化，如失業率。

當然，若果爆雷事件沒有發生，後市還是比較樂觀的。說穿了，全球流動性太過充裕，投資者自然要尋找投資出路。「主要經濟體注入市場的流動性，是前所未有的，大概有接近 10 萬億美元。疫情過後，它會繼續發酵和膨脹，把資本市場的泡沫吹大，手裏只要有資產，不管股票也好，其他商品也好，都是會升值的。」FM