

解讀巨頭美股持倉 勿輕率跟風

求知者筆記 ◆ 林少陽

美國證券交易委員會 (SEC) 管理條例規所有資金投資規模超過一億美元的機構投資E每個季度完結後45日內必須向當局呈報過季所有股份持倉紀錄，有關紀錄將於SEC相頁內免費供公眾參閱。由於這些資料是機構者透過真金白銀的實際買賣紀錄，其參考價比投行分析師的口水報告更高。上周五剛好至今年6月30日季結之後的第45日，所有披露美股持倉紀錄的機構投資者已經陸續公上季末持倉，今天跟大家分享一下公眾應如何用這些資料提升自己的投資表現。

一手造長倉 另手短倉配對

首先，公眾必須明白，這份俗稱13F表格的紀錄，並沒有要求機構投資者披露短倉狀況。因此，假如打算抄功課的對象是一隻對沖基金，尤其是那些專做配對交易 (pair trade) 的對金，他們所披露的長倉紀錄，頂多只能顯示經理認為這隻股份的未來表現，會相對其淡股優勝。換言之，一個成功的配對交易，只須長倉的表現跑贏 (升得多或跌得少) 短倉就可跟風買入的投資者，由於只知道這筆配對交長倉部位，最終即使對沖基金原來的交易非功，跟風者一樣可以輸錢。

其次，由於這些持倉披露有45日的時間延公眾在考慮是否抄功課之前，必須事先對被



■聯合健康今年股價大幅下滑，惟近期畢非德旗下巴郡披露買進該股，引起市場關注。

次按一戰成名的Scion Capital創辦人兼基金經理布瑞 (Michael Burry)，其投資風格傾向沽空多於好倉，而且持倉時間少於一個季度的例子屢見不鮮，其操作策略近似事件主導投資方法，假如因為突發事件引發的投資機會在短期內已經達到原來投資回報目標，他們很可能會提早食糊。抄了布瑞功課的投資者，事前必須明白，他有可能在披露上季末持倉一刻，已經不再持有相關股份。

今日的文章之所以提起布瑞，除了因為他同時是其中一個最典型的長短倉對沖基金，以及一個投資倉位換手率較高的基金經理之外，亦源於他在6月30日披露其中一個新增倉位是聯合健康 (UNH)，而「股神」畢非德及另一位傳奇投資者泰珀 (David Tepper) 剛好都在上季買入了相關股份。

我並不清楚布瑞今次買入聯合健康的投資

聯合健康股價走勢



略，亦可能只是視之為一次事件主導的交易。事緣該公司股價年初至今曾經急挫，引爆股價下跌的原因是集團行政總裁湯普森 (Brian Thompson) 去年12月4日在前往紐約一個投資者會議時遭到槍擊身亡，據報槍手行兇動機是表達其對聯合健康進行保險索償未果的不滿。在此之前，聯合健康一直保持接受醫療保險後償付率低於同業的紀錄，且在業界以喜歡與客戶對簿公堂而聞名。

大鱷掃聯合健康或是短炒

槍擊事件引發市場疑慮，部分股東相信集團未來償付率可能在今次事件後重返行業平均水平，令集團的報表盈利能力不及過往亮麗。聯合健康4月中旬公布的2025年首季業績，亦證實了投資者之前的疑慮，由於公司盈利下滑速度比市場原先擔心更差，結果股價在業績公布後跌了足足一個月，5

位下跌57%。業績公布後，聯合健康今年及明年的盈利預測遭市場下調約45%至47%，期間股價跌幅比盈利下跌幅度多出23%至27%。

對於潛在長線買家來說，他們必須判斷今次事件所引發的盈利下調，究竟只屬單一事件，還是對集團商業信譽有永久損害。假如只是單一事件，則公司在剛公布的季度業績有可能超額撥備了事件的實際影響金額，即使沒有超額撥備，未來業務亦將重上軌道，公司估值至少能重返事件發生前的水平，因而股份在5月15日造出的低位，至少有23%至27%的錯價機會。假若我認為聯合健康屬單一事件主導交易，很可能會視5月股價底部為一個短線市場錯價的機會，當股價反彈到305至315美元之間，即股價受盈利下調影響後，估值重返盈利下調前相同估值水平時沽出獲利。

當然，如果買貨的投資者視這為一項長線投資，買家必須確信，今次股份不單是短線超賣了，而且聯合健康未來一年的盈利下調只是暫時性質，其長線盈利表現有望回復過往的增長速度。由於我對美國醫療保險行業的認識並不充分，加上另一位同樣因為在2008年沽空美國次按獲利甚豐的對沖基金經理Steve Eisman，早前提及聯合健康在業界一向聲譽不佳——與美國國際集團 (AIG) 一樣，都是在接受醫療保險時刻意收取較行業平均為低的保費，但在客戶索償時諸多阻撓，並不惜訴諸法律阻止客戶索償。如果Eisman指控屬實，我很懷疑今次巴郡買入聯合健康的投資決定，究竟是否真的出自畢非德手筆。

本欄逢周三刊出

作者為證監會持牌人，個人及客戶無任何聯