



▲巴菲特(右)對現金管理並非一成不變，而是根據不同的市場環境、經濟週期及自身投資組合的發展，進行動態調整。左為微軟創辦人比爾蓋茨。

## 經濟觀察家

在「股神」巴菲特豐富且成功的投資體系中，現金管理佔據着極為重要的地位，這一環節並非孤立存在，而是與他整體的投資哲學緊密相連，貫穿於其漫長的投資生涯。從歷史的長河中回溯，可以清晰地看到巴菲特對現金管理的重視並非一成不變，而是根據不同的市場環境、經濟週期以及自身投資組合的發展階段，進行着動態的調整與優化。

# 解讀巴菲特的現金管理藝術

淵謀遠略  
袁淵

巴菲特成長於20世紀30年代的美國，大蕭條時期的經濟困境為其留下了深刻的印象，也促使他很早關注金融市場與投資。11歲時，他便進行了人生中的第一筆股票投資，買入了城市設施優先股，儘管初期遭遇股價下跌，但這次經歷開啟了他對投資世界的探索之旅。

在隨後的學習生涯中，巴菲特深受本傑明·格雷厄姆的影響，後者倡導的「價值投資」理念，如強調投資是經過深入分析、能承諾本金安全並提供滿意回報的行為，以及「安全邊際」的概念，成為巴菲特早期投資理念的基石。在1956至1972年的二級市場投資階段，巴菲特運用格雷厄姆的方法，專注於尋找被嚴重低估的「煙蒂股」，即那些股價遠低於其內在價值的股票。

## 由尋找落後股轉為成長股

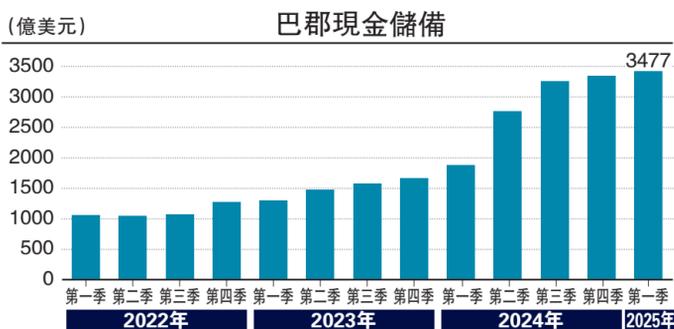
隨着投資經驗的積累和資金規模的增長，巴菲特的投資策略在中期逐漸發生轉變。他不再局限尋找廉價的「煙蒂股」，而是開始注重企業的內在品質和長期競爭力。1972年，巴菲特收購喜詩糖果的案列成為其投資策略轉變的重要標誌。喜詩糖果擁有強大的品牌和穩定的現金流，儘管收購價格相對較高，但巴菲特看中了品牌所蘊含的無形資產及可持續的盈利能力。這一階段，巴菲特的投資組合開始向具有強大護城河的企業集中，通過深入研究企業的商業模式、競爭優勢、管理層能力等因素，尋找那些能夠在長期保持穩定增長、為股東創造持續價值的優質標的，投資策略更關注企業的基本面和長期發展前景。

進入21世紀以來，全球經濟環境愈發複雜多變，市場波動加劇。在此背景下，巴菲特的現金管理策略在其投資布局中的重要性日益凸顯。近年來，巴菲特投資旗艦巴郡的現金儲備持續攀升，引發了市場的廣泛關注。截至今年第一季度，現金儲備飆升至3477億美元，創下34年最高水平，佔公司總資產的30%。

這一巨額現金儲備並非偶然，而是巴菲特基於對市場環境的深刻洞察和對投資機會的審慎判斷所做出的決策。當前「巴菲特指標」（美股總市值/GDP）已飆升至209%，遠超1929年大蕭條前夕水平，優質資產的「安全邊際」不足。巴菲特選擇持有大量現金，將其視為等待低價投資機會的「無期限看漲期權」。同時，他連續減持蘋果等科技股（持股比例從6%降至2%），並暫停股票回購，將資金轉向短期美債等低風險資產，以應對市場潛在的不確定性和風險，為未來可能出現的投資機遇儲備力量。

## 平衡配置規避潛在風險

從歷史數據來看，巴菲特對現金持有的管理並非一成不變，而是呈現出顯著的動態調整特徵。在1995至2024年期間，巴菲特對現金持有量絕對值呈長期攀升趨勢，但現金持有佔比表現出較大的波動。例如，在2005年一季度，巴菲特對現金持有佔



比達到了41%的高位，這一時期市場整體估值相對較高，巴菲特選擇持有大量現金以規避潛在風險。而在2008年金融危機期間，隨着市場的大幅下跌，優質資產價格被嚴重低估，巴菲特不斷減少現金持有量，到2008年底現金持有佔比降至16.7%，並積極利用現金買入被低估的股票。其後隨着市場的逐漸復甦和估值的回升，巴菲特又開始逐步增加現金儲備。

巴菲特現金持有比例的動態調整與市場環境的變化密切相關。當市場處於牛市階段，股價普遍上漲，估值水平不斷提高，投資機會的安全邊際逐漸縮小。此時，巴菲特會傾向於提高現金比例，以降低投資組合的風險。例如，2024年美股標普500指數市盈率突破30倍歷史高位，納斯達克市銷率達4.5倍，科技股泡沫化程度堪比1999年互聯網巔峰。面對這樣的高估值市場環境，巴菲特連續減持蘋果等科技股，並將大量資金配置到現金及短期國債上，現金儲備佔公司總資產的比例大幅上升。

與此相較，當市場進入熊市或調整期、股價下跌，優質資產的價值被低估，投資機會增多，巴菲特則會降低現金比例，積極買入股票。如在2008年金融危機期間，市場恐慌情緒蔓延，股價暴跌，巴菲特認為此時出現許多具有巨大投資價值的機會，於是果斷降低現金倉位，加大股票投資力度，通過一系列的抄底行動為公司創造了豐厚的利潤。

巴菲特在構建投資組合時，注重現金與其他資產之間的配置平衡藝術。他會根據市場環境、經濟週期及各類資產的預期回報率和風險水平，動態調整現金與股票、債券等其他資產的比例。在市場估值合理且投資機會較多時，他會適當降低現金比例，增加股票等風險資產的配置，以追求更高的投資回報。

## 投資核心看企業內在價值

巴菲特的現金管理策略的成功，歸根結底源於對價值投資和安全邊際原則的堅守。在投資過程中，無論市場環境如何變化，他始終以企業的內在價值為投資決策的核心依據，不被市場的短期波動和熱點所左右。對於廣大投資者而言，這一原則具有重要的借鑒意義。在進行投資時，不能盲目跟風市場熱點，追逐短期的高收益，而應該深入研究企業的基本面，包括財務狀況、商業模式、競爭優勢等，評估企業的內在價值，並尋找具有足夠安全邊際的投資機會。只有這樣，才能在投資中有效降低風險，避免本金的損失，實現長期穩定的投資回

報。同時，當市場上缺乏符合價值投資標準的機會時，要敢於持有現金，耐心等待合適的時機，而不是為了投資而投資。

巴菲特對市場週期波動有着深刻的理解，並能根據市場週期的不同階段動態調整現金儲備。這啟示投資者要密切關注宏觀經濟形勢和市場環境的變化，把握市場週期的規律。這種動態平衡的現金管理策略，能夠幫助投資者在不同市場環境中實現資產的優化配置，提高投資組合的抗風險能力和收益水平。此外，投資者還應該根據自身的投資目標、風險承受能力和投資期限，合理確定現金儲備的比例，並根據市場變化及時進行調整。

巴菲特的現金管理策略體現了他的長期投資視角和耐心等待的品質。在投資過程中，不會因為短期的市場波動而輕易改變投資決策，而是堅信優質企業的長期價值。對於投資者來說，培養長期投資視角至關重要。不能僅僅關注短期的股價漲跌和投資收益，而應該着眼於企業的長期發展前景和價值增長潛力。同時，要具備耐心等待的品質，在沒有合適的投資機會時，不要急於將現金投入市場，而是要耐心等待市場出現符合投資標準的機會。

這種長期投資視角和耐心等待的品質，能夠幫助投資者避免因短期市場波動而做出錯誤的投資決策，實現資產的長期穩健增值。此外，投資者還應該不斷學習和提升自己的投資知識和能力，增強對市場和企業的洞察力，以便更好地把握投資機會。

從歷史視角對巴菲特投資現金管理的理論與策略進行深入研究，我們可以清晰地看到，現金管理在巴菲特的投資體系中佔據着舉足輕重的地位。無論是在早期的「煙蒂股」投資階段，還是在中期向優質企業投資的轉變過程中，以及近期面對複雜多變的市場環境，現金管理始終貫穿於他的投資生涯。

巴菲特的現金管理理論建立在安全邊際原則、機會成本考量和對市場週期波動深刻理解的基礎之上。他通過動態調整現金持有比例、多元化的現金來源與運用渠道，以及現金與投資組合的協同管理，在不同的市場環境和重大市場事件中，成功地實現了投資組合的風險控制和價值增長。在2008年金融危機、互聯網泡沫時期和新冠疫情衝擊等重大事件中，巴菲特的現金管理策略都發揮了關鍵作用，不僅幫助他的投資組合抵禦了風險，還為其在市場復甦時贏得了豐厚的回報。

(作者為外資投資基金董事總經理)

# 系統性重構香港科技資本市場



港股觀察  
席春迎

香港證監會與港交所周二聯合推出

「科企專線」，為特專科技與生物科技企業提供前期溝通、規則解讀和保密申報服務。這一舉措的推出，標誌着香港資本市場在監管邏輯上從「被動審核」向「主動服務」轉變，展現出一定的制度靈活性和對科技企業的理解能力。

「科企專線」的初衷是希望為尚處於研發階段、但尚未有盈利的科技企業，提供上市前期的制度對接與定製化輔導，減少企業因規則不明或不適配而放棄上市的情況。其推出既是對中美科技脫鉤背景下，中國科技企業境外融資通道收窄的制度回應，也是香港落實國家「建設國際金融中心」與「科技強國」戰略的具體表現。

近年來，隨着國家推動高質量發展戰略的持續推進，科技創新能力被視為國家核心競爭力的重要體現。香港作為國家唯一的國際金融中心，在全球科技資本競爭格局中肩负着「引資本、聚技術、通境外」的戰略功能。「科企專線」不僅便利了企業上市路徑，更釋放出「支持科技產業資本化」的信號，有助於鞏固香港在全球金融體系中的獨特地位。

儘管「科企專線」提供了便利機制，但更深層次的制約來自於香港資本市場的制度基礎。當前科技企業在香港上市仍面臨以下四大結構性障礙：

1) 估值與上市門檻傳統：港股市場長期以「盈利+現金流」為主的財務審核邏輯與硬科技企業發展周期嚴重錯配。即便18A和18C章降低了門檻，但市值、研發強度等指標仍遠高於多數成長型科技企業所能承受的範圍。這種偏財務的監管框架限制了「以技術換資本」的路徑可能。

2) 多層市場結構缺失：香港主板一板獨大，創業板功能長期弱化，而場外交易機制(OTC)尚未形成制度體系，科技企業缺乏在不同發展階段的融資「緩衝區」。尤其是初創或Pre-IPO階段的硬科技公司，在A輪、B輪之後，無法自然過渡到公開市場，形成融資斷層。

3) 二級市場流動性差、估值能力弱：港股科技新股頻繁破發，市場定價能力與風險承接意願嚴重不足，導致一級市場估值體系無法在港股延續，企業難以通過上市實現再融資與市值放大，



▲「科企專線」便利企業上市，有助鞏固香港在全球金融體系中的獨特地位。

# 發展商以價換量 買家入市良機



樓市強心針  
廖偉強

相信很多人知道，紅酒的年份是決定品質與價值的關鍵因素，得益於理想氣候與充沛水分的葡萄，能釀造出芬芳濃郁的佳釀。香港樓市與此相類似，某些「年份」的物業因為卓越品質而廣受市場青睞。

從投地、興建、銷售樓花到落成入住，一個項目需耗費五至六年時間，其中設計與用料早已鎖死。為在競爭激烈的市場中脫穎而出，發展商往往採用高規格物料，例如精緻的裝修物料、品牌廚房及浴室潔具，甚至附贈高端家電，力求打造令人心動的「佳釀」。這些高成本投入雖然昂貴，但在樓價穩步上揚的時期，發展商仍能從新盤銷售中獲得可觀回報。

近年樓市逆轉，樓價波動令發展商面對下行風險，投地時亦難以精準預測市場前景。面對逆市，發展商為減輕資金壓力，唯有以減價策略加速銷售。對買家而言，卻是難得機遇，猶如以親民價格品嚐優質年份的紅酒。現時買家不僅能以較低價格入市，更可購入市場高峰期策劃的高質物業。這些項目多採用頂級用料與精良設計，為市場提供價格與品質兼備的選擇。

雖然樓價仍有波動，但下行壓力已顯著緩解。根據第一季度數據，樓價跌幅僅0.6%，顯示市場正逐步企穩。但市場資訊常受「局部放大」的報道影響，例如過分聚焦高位入市後的蝕讓個案，卻對錄得盈利的交易鮮有提及，令市場氣氛偏向悲觀。此外，工商舖物業的巨額蝕讓案列，常與重磅投資者連環沽貨連擊，誤導外界以為住宅市場同樣崩盤。事實上，住宅與工商舖市場在買賣對象、趨勢及影響因素上截然不同，細心分析即可辨清兩者差異。

反而陷入「上市即沉寂」的困局。

4) 殼資源沉澱、退市機制失靈：大量「殭屍股」長期佔據市場通道，殼資源無法有效退出與重組，影響優質科技企業通過借殼、併購方式快速進入資本市場。現有制度缺乏資源流轉與激勵整合的有效機制，造成「資源錯配+資本沉寂」的雙重困局。

## 優化制度五點建議

要破解當前困局，僅靠「科企專線」的流程便利遠不夠，香港必須系統性推動制度重構，構建面向科技企業生命周期的模塊化、多路徑資本市場結構。本文的建議包括：

首先，建立多層次市場結構。在主板之外，應重啟創業板定位為「科技成長板」，專為尚未有盈利但具有研發能力的企業設立融資通道，同時設立OTC科技沙盒市場，支持早期項目、小市值科技公司掛牌，承擔資本「早期容器」角色，並且設立與主板的轉板機制，形成「沙盒一成長一主板」生態鏈。

其次，引入技術評估與估值機制。針對18A和18C企業，應引入「技術+市場+資本」綜合評價體系，設立港交所技術評審專家委員會，參考以色列與STAR Market經驗，引導券商、VC(創業投資)、產業投資者共同設定技術估值模型，降低定價信息不對稱，緩解市場誤解。

其三，建立做市機制與戰略配售制度。允許18C企業試點引入做市商制度，提升流動性；同時鼓勵引入產業資本、政策性基金參與戰略配售，提高上市初期估值穩定性，增強二級市場承接能力。

其四，建立主動退市與再上市閉環機制。針對「殭屍股」，設立三指標觸發退市機制(市值、成交量、信息披露)；並建立私有化後快速再上市機制，鼓勵資源循環、退出有序，為科技項目騰挪空間。

其五，放寬併購重組限制，激活市場整合功能。在完善退出機制的同時，應鼓勵通過市場化併購重組來實現資源優化配置。香港應鬆綁對上市公司併購重組的過嚴限制，提高監管靈活度，包括適度放寬「反向收購」(借殼上市)的限制條件，在確保信息披露和投資者保護的前提下，允許有實力的優質資產通過併購進入上市平台，以盤活殼公司資源，賦予停滯企業新生命；鼓勵行業龍頭對產業鏈上下游的小型上市公司進行整合收購，簡化審批流程，加快審核速度。

「科企專線」的推出標誌着香港資本市場邁出了「以服務替代管制」的第一步，但更為重要的是以此為基礎推動結構性制度創新。不過，只有建立起一個覆蓋科技企業全生命周期的多層次市場結構，香港才能真正承接中概股回歸潮、技術國產替代與國際融資通道轉移，實現由「國際金融中心」向「全球科技資本中心」的功能躍遷。(作者為香港中小上市公司協會主席)

# 發展商以價換量 買家入市良機

減息預期上升 樓市添動力

住宅市場的下行週期已近尾聲，復甦跡象初現。市場預期美國將於下半年啟動減息，為樓市注入新活力。同時，內地及海外投資者數量穩步上升，來港人才亦逐步融入本地生活，置業需求漸增，這些因素成為樓市的新動力。對買家而言，現時入市猶如在佳釀成熟前搶先入手，購入具長期增值潛力的優質物業。

筆者認為，當前樓市正處於轉型期，優質物業的價值在低位市場中更顯突出。買家若能審慎分析市場動向，精選具品質保證的物業，將有機會以相對低廉的價格購入「佳釀」。在市場回暖前，洞悉時機的投資者或能收穫可觀回報。香港樓市中捕撈機會。

(作者為利嘉閣地產總裁)