

MONEY 智富

Issue
815

波動市贏家變陣



邦德資產
梁江

Wealth P.50

惠理推亞洲首隻
MSC食品及營養產業基金

Wealth P.52

港今年第三度發綠債
續填補亞洲資金缺口

最新

抗熊三式



【iM 人物專訪】
邦德資產梁江：
港股黯然失色
逆市如何資產配置？

Profile

梁江

現職：

- 邦德資產管理首席投資主管

事業：

- 2006年創辦邦德資產管理
- 曾任職麥格理銀行（澳洲）投資分析員
- 在香港任職多家國際證券行高管，負責亞洲股票經紀/研究業務

學歷：

- 北京大學工商管理碩士學位（MBA）
- 中國人民大學和澳洲臥龍崗大學經濟學學士學位
- 特許金融分析師（CFA）



邦德資產
梁江

最新

波動市贏家變陣

甫入6月，港股呈報復式反彈，周五（6月2日）借美國國會通過債務上限協議的消息，人民幣匯價抽升，好友大舉反攻，恒指單日勁漲733點，收報18949點，大市成交金額近1,500億元。目前看來，判斷打破「六絕」魔咒似乎言之尚早。畢竟，港股剛剛一度墮入技術性熊市，中國經濟的基本面亦未見根本改善，不得不防後市可能出現的大起大落。

一向善於應付波動市的邦德資產管理首席投資主管梁江稱，不要賭大市方向，更須着重風險管理、揀股及分散投資，以應對充滿不確定性的市況，「賭市場方向，永遠不是一個長期的投資策略，我們會保持平衡的心態，分散風險，哪裏有價值，我們便投資在哪裏。」

配置方面，梁江認為現在揀股可選一些高自由現金流和派息有增長空間的公司，如中通服（00552）、北京控股（00392）、中國神華（01088）等。同時，中港股市調整後，不少具增長潛力的公司，估值開始變得吸引，符合價值投資的原則，看好在A股上市的邁瑞醫療（深：300760）。

撰文：林衛、張以正 • 攝影：彭大偉

其他圖片來源：彭博社、法新社

編輯：龍瑞成 • 美術：朱勁培

抗熊三式

港股試圖打破「六絕」魔咒？甫入6月，港股終見似樣的反彈，恒指周五（6月2日）勁彈733點，收報18949點。美國國會通過債務上限協議，讓避險情緒降溫，美滙指數由高位回落至103水平，觸發人民幣大幅抽升，且好友借機反攻。之前，沽得最甘的互聯網股實行報復式反彈，阿里巴巴（09988）、騰訊（00700）及美團（03690）單日爆升6%至7.8%。在藍籌股中，龍湖集團（00960）表現最好，股價勁升17.2%，緊接其後，碧桂園服務（06098）、李寧（02331）、中國宏橋（01378）、中升控股（00881）周五升幅均在一成以上。

儘管如此，港股表現依舊落後全球其他市場，本周一度墮入技術性熊市（即由年內高位下降20%或以上），積弱的程度超乎大家想像。恒指、恒生科技指數今年累挫4.2%及7.4%，對比美國納斯達克指數、日經平均指數同期升幅超過兩成，明顯相形見绌，又跑輸歐洲及亞洲區內主要股市，被股民諺稱為「包尾大幡」。

保持平衡分散風險

無他，中國公布多項經濟數據不及預期，包括首4個月全國規模以上工業企業利潤按年下降20.6%，雖較首3個月的跌幅收窄了0.8個百分點，惟這種程度的改善，跟市場心目中的復常情境，存在很大出入。另一方面，剛新鮮出爐的5月官方製造業採購經理指數（PMI）進一步降至48.8，已連續第二個月處於榮枯綫之下，反映國內經濟動力不足，當局卻遲遲

梁江： 不賭 方向 投資價值

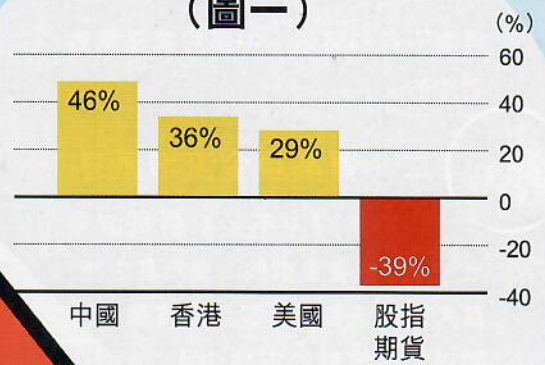
未有任
何額外的刺
激措施出來提振
經濟。人心虛怯，正
是中港股市跑輸外圍的關鍵。股民
當下思前想後，無非後市會否繼續
「熊」下去。邦德資產管理首席投資
主管梁江坦言，今年確實沒料到港股
會回落至現水平，箇中原因有國內經
濟復甦不平衡，製造業、就業的恢復
速度緩慢，以及海外資金對投資中國
的興趣不高，使得中港股市大幅落
後。

對於坊間憧憬的大規模救市，他



組合上市地區分布 019

(圖一)



資料來源：邦德中國基石基金4月報

佳總回報-多元資產配置類(一年)的第二名。

正如上文提及，他不賭市場方向，基金一直奉行**市場中性策略 (Market Neutral Strategy)**，以大比例的淡倉來對沖市場風險，主要通過「由下而上」揀股，賺取超額投資回報(Alpha)。

他說：「我們一貫堅持價值投資的策略，今年的主要操作並未改變。我們選擇了一些估值合理、業務穩定的優質企業進行投資。同時，今年市場波動確實較大。因此，風險控制、分散投資和選股，變得更加重要。」一如既往，「邦德中國基石基金」今年繼續持有一定比例的淡倉。據月報顯示，截至4月底，基金的淡倉佔比達到39%，「我們對沖不止港股，A股也在下行，某種意義上，無論港股還是A股，最終表現好壞都要視乎中國經濟情況，當中國

覺得不必對此抱太大期望，「我們不見得是放水，也不見得是大規模減稅，但是個別行業可能有一些政策放鬆，讓過去束縛的勞動力或創造力，有一點恢復，下半年有這樣的期待。」舉例，外媒日前消息稱，中國政府考慮針對先進製造業的稅務優惠政策，規模或達到數千億元人民幣，以對抗來自美國的競爭，或利好相關行業復甦，緩解市場的悲觀氣氛。

但是，面對眾多不確定性，乾等政府救市，估大市何時觸底，也不是辦法。梁江說：「你問我們，市場是不是會進一步下跌，也不敢講，從估值來講，的確很便宜，但估值便宜不代表不會下跌，畢竟有些公司的增長性已不如以前，估值下來是可以理解的。」因此，他建議讀者現在執行好的策略，總比預測大市反轉來得重要，不至於「一

錯再錯」。「賭市場方向，永遠不是一個長期的投資策略，我們會保持平衡的心態，分散風險，哪裏有價值，我們便投資在哪裏。」

一、對沖風險尋找回報

的確，他管理的「邦德中國基石基金」向來擅於應付波動市，近年港股呈大回小漲的格局，基金於2019年7月成立至今，截至4月底的累計回報微跌1.8%，而恒指同期則大插29.5%，可見其策略經得起時間考驗。同樣由他管理的「邦德環球收益成長基金」，去年便獲得了香港中資基金業協會(HKCAMA)頒發2021年度離岸中資基金大獎「最



經濟下行的時候，中國股票是需要對沖的。」



二、買高現金流增派息

單單對沖不足以對抗波動市，梁江很着重選股，視為基金跑贏大市的法寶。「股票選擇是關鍵，在波動的市場中尤其如此，我們總是投資於高質量的公司。在我們看來，擁有高自由現金流水平、不斷增加派息的公司，是值得關注的。」值得注意的是，今年在A股上市的高息股更具潛力，皆因國內處於息口下行的周期，中國10年期國債息率只有2.7厘左右，更顯得派6、7厘的高息股吸引。反之，港元定存利率已有4厘，同樣的派息相對沒有競爭力，多少影響股價表現。當然，上述公司一般不會增長很快，主要靠高派息、非常高的現金流，發揮強勁的防守力，是體現價值的一面。另一方面，基金亦會尋找一些便宜的增長性股票，例如有品牌、有技術含量的公司。

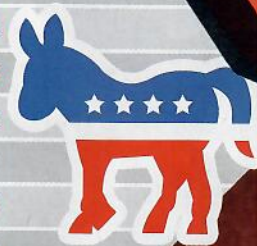
三、分散投資海外市場

除了部署淡倉、揀股，今年梁江增加了海外投資的佔比，從而達到分散風險的效果，「今年海外市場尤其美國科技股、日本和歐洲股市表現不俗。因此，進行分散的資產配置及固定收益投資，更有利渡過『五窮六絕』時期。」截至4月底，「邦德中國基石基金」持有美國地區上市資產的比重為29%（見

總統大選年上升概率高

年份	標普500 變幅(%)	年份	標普500 變幅(%)
1928	↑ 37.9	1976	↑ 19.1
1932	↓ 14.8	1980	↑ 25.8
1936	↑ 27.9	1984	↑ 1.4
1940	↓ 15.1	1988	↑ 12.4
1944	↑ 13.8	1992	↑ 4.5
1948	↓ 0.7	1996	↑ 20.3
1952	↑ 11.8	2000	↓ 10.1
1956	↑ 2.6	2004	↑ 9.0
1960	↓ 3.0	2008	↓ 38.5
1964	↑ 13.0	2012	↑ 13.4
1968	↑ 7.7	2016	↑ 9.5
1972	↑ 15.6	2020	↑ 16.3

資料來源：彭博社



圖一)。

他說：「我們覺得從分散投資的角度，美國、台灣、日本的一些科技公司都有很好的增長潛力。我們有在基金配置短債，現在能拿到5%的回報，其實很不錯，這是沒有任何風險的回報。」以美國國債為例，目前6個月、1年期的債券息率分別為5.5厘及5.2厘。

其實，他管理的「邦德環球收益成長基金」本已涉獵非中國市場，當中的十大持股有Nvidia(NVDA)、蘋果(AAPL)、微軟(MSFT)和Meta Platforms(META)，揀選美股本是駕輕就熟，正好迎合外圍市場跑贏中國市場的宏觀大勢。「我們覺得香港作為國際橋樑，不能夠只看中國

資產，可視之為一種互補，必須有平衡，我們只是在全球的基礎上找對的公司。」

此外，梁江預期隨着債務上限、息口周期逐步明朗，多少會令大市氣氛進一步改善。「美國債務上限問題不會導致更嚴重的結果，市場主要關注加息，市場普遍認為美國的加息幾乎已經到了頂點，不要忘記明年將是美國總統大選，市場情緒有機會逐漸好轉。」本刊參考美國歷年總統大選的市場表現，不難看出美股一般表現不俗，自1928至2020年的24次大選，標普500指數的平均升幅為7.5%，另美國共和黨、民主黨總統候選人勝出的表現亦有不同，若共和黨勝出，股市平均錄得11.2%的漲幅，民主黨贏出則為4.3%。姑勿論，未來美國維持升勢會否拉動港股水漲船高，至少由分散投資帶來的「互補」效果猶在，有助基金平衡組合的回報。

收息股 帶穩定回報

眼見港股近期反覆，投資者應如何部署也真的很考腦力。為免股價大上大落而影響心情，不少投資者都愛投資收息股，至少息口能帶來穩定回報。梁江執掌的基金持股亦不乏收息股。他說：「一些自身現金流很高，同時能有一定比例分紅的企業，這類股份佔了我們基金持股30%，如中通服(00552)、北京控股(00392)、中國神華(01088)，以及A股上市的大秦鐵路。」

北控盈利較有把握

至於如何去決定一間企業的派息是否可以持續，梁江以北京控股為

例，「公司主要為北京提供天然氣，雖然旗下還有燕京啤酒等其他業務，但持股佔比不多，其營業收入始終是來自燃氣，而且這間公司不是產氣，只是做銷售，對他來說就是中間這個價不要變就好了，所以我們比較有信心他的毛利會比較穩定，現在派息大概是0.36元人民幣，為甚麼公司的派息率能增加？就是因為過去的派息比率只有26%，而公司提出要依循中特股的概念，要回饋股東，從而要提高派息，逐步提高至35%，我覺得公司這個盈利是比較有把握的。」

邁瑞前景佳估值低

除此之外，他認為可留意成長股，梁江看好在A股上市的邁瑞醫療，這家公司有非常高的行業地位，市場份額約40%左右，他相信隨着中國的技術愈來愈進步，過往要購買高端醫療器械可能只有西門子或GE醫療的產品，但中國企業現在已經上來了，成為了一個重要的替代，出口也愈來愈多，現時邁瑞醫療有40%是出口，「中國的東西便宜了，服務又提升了，我覺得市場競爭力很強，從而能成為一個進口替代，邁瑞醫療每年的盈利



和收入增長都不低於 20%，在這樣的經濟環境下，無論是中國或在全世界，一家公司敢說每年有 20% 增長畢竟不太多。估值方面，過去 5 年這個品牌的市盈率 (PE)，現在是低於一倍的標準差 (Standard Deviation)，所以現在是他過去 5 年來估值最低的時候，但他的經營前景和經營情況其實都沒有改變，甚至有改善，所以這是一間非常好的公司，估值又便宜。」

騰訊具行業代表性

互聯網股向來獲不少投資者追捧，在梁江的基金十大持股中，互聯網股只找到騰訊控股 (00700) 的蹤影。他笑言不可能甚麼股票都買一堆，只能在行業中尋找最具代表性的，他認為互聯網股並不同科技股，因為現在很多互聯網股都是跟消費相關的，所以在消費格局還沒有改變的情況下，這個行業的競爭依然很厲害，就像美團 (03690)

剛公布的業績是不錯，但公司已表明今年賺得的額外利

潤會再投入，目的就是要捍衛市場份額，說明市場競爭很激烈。又如阿里巴巴 (09988) 就更不用說，「我覺得這些消費都是在賣東西，你說有多少不同的方法原來都只是 e-commerce，現在都是直播帶貨，這些賣東西能賣到那裏，所以整體來說，這行業競爭的格局同樣是蠻激烈的，看不出太大區別，對我來說這些都不算甚麼科技股，也不算甚麼領先，按照歷史做一個評價，增長只是周期性，而不是有一個長遠性的增長可以看到，這類股票一般值 10 倍市盈率，你說要去到 6、7 倍也是有點機會

的。」

至於騰訊，因為他的業務並不是賣東西，而是從事社交媒體做廣告和遊戲業務，「騰訊在全球的布局，應該是非常優秀的公司，有很多遊戲開發商騰訊都持有股份。」他認為遊戲這個領域是有開發能力的，而且遊戲的黏性很強，你玩的時候，你的朋友也會一起玩，否則會少了交流的話題，而且可以有很多題材，能吸引玩家一直玩下去；而騰訊的社會媒體同樣存在很高的黏性，現在中國人都在用微信，難以被其他平台取代，但你說購物平台，消費者心態都是要找便宜貨，今天可以在京東購物，明天在淘寶，所以騰訊的市場地位更顯得難以取代。

當然，她也有自身的問題，就是股東減持套現，但主要也就是這個問題，「若問騰訊能升到多少？現在 20 倍的市盈率，是歷史 1 倍標準差以下了，但從估值上來講是便宜的，只是股價要升多少也不



那麼容易。」

Nvidia 生意難以取代

過去一段時間，鑑於港股停滯不前，令不少投資者轉戰美股市場，不過近期美股表現亦見反覆，但不少大型股份也有不錯的升幅，尤其是晶片股 Nvidia 更成為市場焦點，該股曾一度突破 1 萬億美元市值，更創下歷史高位 419.38 美元。梁江表示，「Nvidia 也是我們的重倉，倉位近 10%，不過近期漲得比較多，所以已經減少了一些。」他形容 Nvidia 有點不得了，但鑑於經濟周期轉向，而決定減磅。梁江進一步解釋，「從科技發展來講，不會一家公司獨佔鰲頭而沒有競爭，這競爭是早晚的問題，因為今年 1、2 月份才開始講這事情，現在才 6 月份還早，我覺得今年下半年可能會有一些新的東西出來，從而造成一些

競爭。這間公司還是非常強勁，盈利仍會往上走，但估值的話卻稍微貴了一些，現在的估值 50 倍多一點，雖說很多 A 股比他還過分，且科技水平可能沒有 Nvidia 高，已能夠上百倍的市盈率，但從我們價值投資角度，則已屬於偏貴的區間，但整體來講這公司是非常厲害，短時間或今後 3 至 6 個月，能夠從 Nvidia 那邊搶到市場份額，甚至替代他是沒有可能的。」

買外國領先科技股

梁江又指，科技股當中一些從事硬件的企業比較強，軟件公司只是應用，看阿里巴巴最近也在講阿里雲在減價，「眾多原因令應用方面有頗多限制，中國人在製造方面一般都可以的，但講到消費，要付費的話，像 SaaS 軟件，願意付費的人未必多。」

他進一步分享對美股前景看法，現在升的主要是一些大型股

票，所以把整個指數帶起，但若問標普 500 能升到多少呢？因為現在可能又講 7 月份還會加息 0.25 基點，屆時通脹又會嚴重之類的话题，全球都有一些不確定性，所以很難去預估，「你說標普 500 是不是會升到 4500 點呢？我不這樣認為，但你說某些股票是否能翻一倍，則很有可能。」

