



甚麼是策略性和戰術性決策？

當投資者討論「策略性」和「戰術性」決策時，一般是指資產配置。然而，要解釋「策略性」和「戰術性」思維模式如何應用於投資過程，以及我們的股票基金經理一般如何整合投資組合，便需要考慮與長期表現相關的潛在動力。在我們「由下而上」的分析框架內，我們所作出的投資決定能否歸因於「策略性」和「戰術性」取向？

對我們來說，選股屬於策略性焦點；國家和行業選擇為其次。在一個接近完美的選股模式裡，最理想的策略性決定是挑選50隻表現最佳的股票，然後永遠持有。策略性決定應該是一個永久決定，不會預期有逆轉情況。相反，戰術性決定根據短期觀點作出，並預期或會在短期內逆轉。

然而，是甚麼因素會帶動表現？要理解「永遠」這個概念，我們先以一個世紀時間點作為考慮。我認為股票表現由其所屬國家或行業主導的機會較小，而由企業內部特定條件主導的機會較大。企業可以產生多少現金？管理層是否需要投資？他們的投資是否合理？他們有否關心股東回報？企業面對哪些稅務或監管狀況？以上所有因素都會帶來影響。舉例來說，如果要在芸芸機械製造商、連鎖快餐店、銀行或生物科技公司中，預先知道哪一家的回報最佳可說是近乎不可能，但長遠可產生最強勁現金流，而且估值被市場低估的企業，很大機會是表現最優秀的企業。

若把投資期由「永遠」的概念縮短至十年，行業或國家選擇的重要性可能略為提高。但我們要對

增長迅速的行業保持審慎，因為這類行業會吸引競爭對手分一杯羹，所以保持競爭地位至為關鍵。若我們把時間進一步縮短至約三年，商業週期將扮演更主導的角色，利率和信貸週期便顯得重要。行業增長的利好因素足以抵銷競爭元素蠶食回報的影響。如果投資期再縮短至一年或以下，投資者對政府政策和經濟增長的預期轉變、聯儲局消息或單純的價格動力都會成為主導因素。

我們認為在某程度上，公司管治和企業基本因素欠佳會削弱股東的回報。現時，我們是否具有足夠的知識，能夠像聯儲局線人、市場消息人士和交易員般準確及持續緊貼與市場環境？尤其是當目前環境與短暫的消息週期一樣多變。箇中道理跟從衣櫥挑選衣服一樣：經典款式的外套可流行一輩子，但今期的潮流在一年後就會過時。以時裝來說，今季流行的不一定是經典款式；以投資來說，長線投資並不只是一系列短期決定，策略亦不等同連串戰術性決定。以時裝來說，最壞的情況是為您帶來一些不堪回首的舊照片；以投資來說，最壞的情況是面對虧損風險。

策略性與戰術性選股的比較

策略性	戰術性
長期	短期
假設不擅長捕捉時機	假設擅長捕捉時機
以耐力取勝	以動量取勝
例子	
策略性	戰術性
集中於可持續的投資資本回報率	削減組合持倉
集中於高防衛性投資	現金
集中於價值	貨幣



「長線投資並不只是一系列短期決定，策略亦不等同連串戰術性決定。」

那麼，何謂策略性選股決定？量化分析已識別了若干選股因素，其中有些較為持久，有些則很快便消退。若我們聚焦於長期和短期因素的差別，便會發現當中分別與我們的框架頗為相符。較短暫的因素包括價格動力訊號和分析師建議的轉變，即緊貼股價走勢、市場氣氛和市場消息。反之，較持久的因素包括估值評估、企業的風險水平和資本配置決定等。至於盈利增長、利潤率變動及資本回報率變動等其他因素則介乎兩個極端之間。這個分類模式說明為何銘基亞洲分析師和基金經理都傾向集中評估與企業、其商業模式和管理層相關的風險。但我們不會只計算數據，亦會了解哪些行業結構和企業流程影響人類行為，從而產生有關數據。企業措施能否締造可持續表現？此外，我們會根據企業的長期現金流增長前景，對其市場價值作出合理評估。

事實上，分析的方法不只一種。上述因素並非不可變的數據，它們具有可塑性，有助我們對被研究企業制定獨特觀點。商業模式成功的機會有多大？企業有何激勵投資經理的措施？有利的內部狀況可以維持多久？我們必須按特定的方式來權衡各個元素，以就個別企業作出量身訂制的策略性決定。

被動型與主動型投資的分別

我們是主動型基金經理，會作出選股決定，但不會憑空想像，亦不會根據基準作出決定。被動型基金經理會以一個基準作為「中性」觀點，然後斷定投資組合難以或不可能取得優於中性觀點的表現，因此甚至不會嘗試。他們收取低水平的費用，以建立中性配置。然而，基準實際上都存在偏好，因此亦難以說是中性。一般而言，它們會偏好已展現價格上升動力的大型企業。基準亦會單憑行業和國家的規模，而作出有偏好的行業和國家配置。我們認為這些都不是「策略性」決

定。而且不一定所有投資者都認為，一項基準的回報和波幅表現對他們來說具有「中性」意義。部份投資者可能樂於以較低波幅尋求較低回報。

對我們來說，把策略性選股決定建基於抽象的「中性」定義並非最佳方法，因為「中性」的定義必然與基準有所不同。對我們而言，「中性」是指每個投資組合的「個性」。一個策略的中性個性可能以波幅作為定義，另一個可能指所持企業的平均資本回報率；一個可能以預期絕對回報定義，另一個可能指投資組合的締造收益與收益來源長期增長各佔回報的比例。這些定義更能確切反映客戶的投資目標，直覺上更接近「中性」的真正意思。其後，我們會物色最符合該策略的企業，並根據風險和估值水平調整投資組合的中性程度。

我們的資產配置 — 按國家和行業

我們認為策略性決定應為主導。若參考銘基亞洲股票投資組合，您會發現其國家以至行業配置均顯著不同。就收益主導的投資組合而言，企業股息收益較少的國家比重自然較低。

此外，利好股東的公司管治政策較少的國家，其佔投資組合的比重亦可能較低，不論其整體市值為何。例如，只有當日本開始認真處理財政失效和股東回報政策的問題，我們才會增加投資於日本的策略比重。市場制度和法律框架是評估一家企業長期表現的重要考慮因素；利率走勢和貨幣波幅的重要性則顯著較輕。

就行業和產業而言，如果說一個產業的特點可以影響一家公司的經濟狀況，可能「較為準確」，但我們對此觀點亦不可掉以輕心！例如健康護理業迅速增長，不等於股東可賺取回報；零售業可能存在不少正在增長的業務，但盲目投資於近期表現出色的零售商，而不了解企業的基本因素，

「每個決定都包含策略性和戰術性部份，
程度視乎所考慮的因素和其重要性而定。」

便屬於主題性投資。在極端情況下，主題性投資可以非常危險，試回想美國科網股泡沫爆破，或者中國運動服裝業在2008年北京奧運前夕過度膨脹的例子。自動化和工業程序管理或可為消費者創造價值，但哪些企業最終可獲利？在每個產業中，總有管理妥善或管理欠佳的公司，亦有人意圖藉投資者進行主題性投資從中賺取快錢。我們希望可以避免有關情況，因此，我們傾向相信對企業進行策略性判斷較行業配置更為重要。

由此可見，我們在股票投資組合的資產配置很大程度上是選股的副產品。若策略性決定大致是短期宏觀狀況的概略，而且長遠來看，國家表現差距小於股票表現差距（一直如是），那麼為何不讓企業的策略性觀點凌駕國家或行業的相對吸引力？

戰術性決定的風險

以上論述並不代表我們的投資程序排除宏觀考慮和戰術性決定。我剛才所表達的是一個「非黑即白」的觀點。理論上，確實可能有純策略性決定，而這些決定在非常久遠之前已經建立；亦可能有純價格動力決定，這些決定僅以戰術性為基礎，並只著眼於當前狀況。但上述決定都非常罕有，實際上並不存在。事實上，每個決定都包含策略性和戰術性部份，程度視乎所考慮的因素和其重要性而定。在某些時候，您的確需要藉市場

價格急劇變動而伺機獲利；有些時候，您則需要評估宏觀事件的可能性。然而，我們應對這些問題的方針，是希望透過正確預測未來事件去評估風險，而非嘗試從中獲利。

我們有時會透過減持昂貴的倉盤，並購入價格較合理的倉盤，從而增加投資組合的週轉率。這類調動部份是為了加入新的投資概念，一般在投資組合內進行。無可否認，有關程序都涉及戰術性元素。然而，我們視之為一項估值評估（策略性因素之一），而且並非以壞的企業來取代好的企業。促成這些決定通常是由於企業價格出現大幅變動，但其實際基本營運表現與價格走勢大相逕庭；或者，投資決定的上行與下行風險差距擴闊，以致使我們從投資組合的「個性」來看，認為繼續持有該股份已非適當之舉。

我們偶爾也會作出戰術性決定。但投資者應注意，就長期前景而作出大量短期決定，並不等同持有長線投資觀點。最終，我們需要透過判斷我們對長期投資觀點的信心，以謙卑的態度付諸實行，從而明白即使我們是保持耐性的投資者，但所持的策略性觀點不一定時刻正確無誤。我們只是較擅長作出策略性決定，多於戰術性決定。

何如克博士
投資總監
銘基亞洲



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料是截至此報告出版日期，可能出現變動及未能反映作者現時的觀點。本文所述的觀點代表於特定時間內對市場情況所產生的評估，只屬意見，閣下不應倚賴本文件作為特定投資或整體市場的建議。本文所載的資料並不構成買賣特定證券或投資工具的建議。投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。本文件所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源，但對於資料的完整性或準確性並沒有任何聲明或保證（明示或暗示）。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由銘基環球投資（香港）有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是區分為香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資（香港）有限公司，了解更多關於銘基亞洲基金的資料。

本文件在英國只可提供予專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。在任何情況下，以上文件都不能轉發至英國以內任何非專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。Matthews Global Investors (UK) Limited受英國金融市場行為監管局的授權和監管，發表以上文件，註冊牌照號碼FRN 667893。

本文件為中文翻譯版本。如英文版和中文版之間有任何差異，一概以英文版為準。

本文件未在任何監管機構註冊或批核。本文件不公开发行，及只供機構/專業用途。

©2016 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2016年8/9月

電郵: globalfunds@matthewsasiasia.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasiasia.com