

# 中欧基金罗佳明： 看好港股优质新经济赛道

□本报记者 李岚君

一度低迷的港股市场最近迎来复苏迹象，估值性价比优势渐显。中欧基金的基金经理罗佳明近日在接受中国证券报记者采访时表示，港股市场上，以生物科技、互联网、电商等为代表的新经济赛道或将迎来布局新机遇。

## 地道的港股投研经历

罗佳明为香港大学物理系学士及应用物理系硕士，曾在香港生活18年，拥有11年国际化及港股投研经验，超6年投资经验。在加入中欧基金价值策略组之前，他曾任职于国际会计师事务所、野村国际、汇丰银行及银河国际资管（香港），熟悉港股市场，对香港的财务制度和投资规则有着深入了解。

悠悠十八载，不仅将罗佳明培养成一名投资视野广阔、有着大局观的港股投资专家，也建立了他追求获取长期稳定回报的投资理念。如今的罗佳明，攻守兼备。在他看来，力争长期稳健业绩与风险管理有很大关系。他要求自己：当市场出现剧烈向下波动时，尽力做好回撤控制。

在投资中，罗佳明也形成了自己的方法论，并且始终按照既定的方向前进。他认为，在港股投资中，寻找“好公司、好价格、风控好”的股票标的至关重要。在他看来，港股是典型的“钱少票多”的市场。在这样的市场里，只有特别优秀的公司，才能脱颖而出，具备投资价值。

什么样的公司算得上“优秀公司”？罗佳明将之概括为“好人、做好事、有空间、有壁垒”。首先是企业家精神，积极向上的企业文化和良

好的生意模式对于企业的发展十分重要，在罗佳明看来，管理层创业的初心是要为社会进步创造价值。其次，公司要实实在在地为客户创造价值。再次，公司需要有足够的成长空间，不能已经触及天花板。最后，公司要能够守住生意，有自己独特的壁垒。

受益于大量的股票供给，港股市场长期在全球市场中处于估值相对较低的水平。基于港股的特点，罗佳明尽量遵循“用好价格买入好公司”的原则。

“投资港股时，我会将确定性置于首位。”罗佳明介绍，那些在他组合中仓位最高的公司，都是他对于公司的商业模式和管理层特别认可的。“我希望企业的估值能够与其业绩增速相匹配，偏好构建整体个股集中度较高、行业分散的组合。”

在接受采访时，罗佳明坦言自己扮演着一名“集邮者”的角色，不断收集各行各业中最好的生意模式，希望用舒服的价格买入，“我喜欢收集这种好公司，希望陪伴它们成长，这也是适合港股市场的投资方式”。

## 拥抱新经济 看好三大投资主线

在罗佳明看来，港股市场非常适合自下而



上的价值投资者。各行业都有优秀的公司在港上市，因此这一市场不缺具备良好投资价值的好标的。逆向左侧，亦是罗佳明身上十分鲜明的标签。他坦言自己很看重估值，力争在估值高企时离场，在底部左侧入场。

他说道，“如果相信优秀公司终会价值回归，那么从长期来看，估值越低越是布局这些优质公司的良机。当市场极度悲观时，我们反而可以稍微积极一些。”

罗佳明坦言，近期港股市场持续震荡，不仅对股价产生影响，也冲击了投资者的港股投资逻辑和价值理念。就他本人而言，每当卓越公司出现低价买入机会时，等待的过程尽管痛苦，但这也是为了坚持做“对的事情”而付出的代价。

从配置价值来看，罗佳明认为，伴随近年来双循环下的产业及消费双升级，“新经济”正逐步成为中国经济增长的主导动力，产业地位与日俱增，发展空间广阔。相较于A股而言，港股汇聚了不少稀缺优质“新经济”标的，生物科技、互联网、电商等细分赛道优势显著，未来增长潜力巨大。且港股作为离岸市场，与A股相关性较低，配置港股可适度对冲风险。

展望后市，罗佳明表示，未来港股市场或将迎来三大主线机会：一是上游类资产，包括能源和航运类板块；二是稳增长相关资产，如地产链、汽车、消费等领域；三是科技类资产，如互联网和硬科技相关板块。

“博观而约取，厚积而薄发”。罗佳明深耕港股多年，彰显自身投资实力。数据显示，截至2022年上半年末，罗佳明管理时间最长的中欧丰泓沪深港深A近三年回报率为58.68%，是基准（2.38%）的24倍。2021年在A股震荡及港股下跌的背景下，中欧丰泓沪深港深A全年取得10.54%的正收益，同期业绩基准、恒生指数、沪深300指数分别下跌9.50%、14.08%、5.20%。

## 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金方抗：浅谈射箭与投资的相似之处——静心专注 积小胜为大胜

芒格有句经典名言：“所有智慧都是相通的，所有事物都是互相联系的”。比如，投资就常常被认为和竞技体育有很多相似之处。如果要问债券投资与哪类体育项目更像，我的回答是——射箭。

债券投资和射箭的相似之处主要有两个方面：一是取胜之道贵在积小胜为大胜，避免重大失误；二是持续之道重在保持敬畏，顺势而为，内心保持宁静与从容，在每一个动作上静心专注，尽量不受外界以及竞争对手的影响。

相比股票，债券与其说显得低调，不如说普通投资者理解起来的难度更高。作为一名2008年入行的债券投资人，这里就借射箭这项相对通俗易懂的运动，与读者分享一下关于债券投资的一些体会。

## 相信周期 在安全边际内拥抱波动

看过奥运会射箭比赛的人都知道，射箭排位赛比的是射出72支箭的累计环数。如果单看每一组比赛成绩，运动员之间的差距很难拉开，大多数运动员都能取得单箭9环以上的成绩，但如何保持高胜率，保证每支箭都能取得9环以上的稳定高分，是影响比赛结果的关键。

债券投资也是如此，债券资产价格的短期波动要比权益资产小很多，每天的波动通常也就几个基点，这意味着收益的短期相对优势不会特别明显。投资人想要取得长期业绩领先，贵在做时间的朋友，积小胜为大胜，特别是在收益率上行的过程中要尽量降低组合的回撤。

持有票息收益是债券投资的最大魅力，也是债券投资最主要的收益来源。但硬币总有正反面，其最大的缺点是我们投资中往往需要承担非对称的风险。一方面，理论上讲短期内利率上行的损失会远超利率下行的期望收益；另一方面，一旦出现信用风险，我们在本金上遭受的损失往往会远大于很长时间的票息积累。那么，如何最大程度地避免这种非对称风险，提高风险调整后收益呢？

首先，我们在获取票息的同时需要搞明白利率的波动从何而来。中长期维度来看，债券收益率的趋势性变化主要来自周期的力量。查理德·西勒在著名的《利率史》中曾提到，“人们能够从利率的波动中追寻到知识和科技的发展轨迹、政治改革的成败……利率的潮汐变化是在广袤的时间和空间中经济增长和经济衰退这两股轮流坐庄的力量所产生的影响。”

美国长周期国债收益率过去100年的走势，充分体现了美国经济增长、通胀、美联储货币政策、财政政策以及国际战争等各种因素的相互交织角力。例如，二战后，特别是上世纪60年代开始，在“滞胀”的推升下，美债收益率不断攀升，累计上行约二十年，80年代曾达到史无前例的12%以上。20世纪90年代开始，互联网革命和全球化让美国经



广发基金债券投资部总经理助理 方抗

济彻底摆脱了“滞胀”困扰，美债收益率迎来长达三十年的下行周期。2020年以来，新冠疫情对全球经济持续扰动，油价暴涨通胀居高不下，美债收益率结束了2008年金融危机后的下行周期，再次掉头上行。

从中微观的角度，行业景气度及产业政策变化决定了信用利差的方向，企业自身经营现金流和债务水平映射出个体信用利差的差异。2015至2016年，国内煤炭行业需求收缩，行业大幅主动去库存，煤价暴跌，企业盈利迅速恶化，信用利差大幅攀升。随后，资源行业上游供给侧改革深入推进，加速出清落后产能，煤炭价格止跌反弹，中大型国有煤企资产负债边际改善，行业信用利差从2016年年中开始持续压缩。再比如，在“房住不炒”的总基调下，2020年年中针对房地产企业的“三道红线”政策出台后，房企

融资持续收紧，房地产行业信用利差大幅走阔。

如果聚焦更短期的市场波动，利率的波动主要来自各方的博弈，微观交易主体对市场判断的短期预期差造成了利率的短期波动，不同参与主体在这种波动中不断博弈以期获得超额收益。

波动是把双刃剑，把握得好能够获取超额收益，踩错了节奏，可能就会变成风险损失。对于波动，我们不能把它当作洪水猛兽，如果想完全规避，就不可能有超额收益，我们需要做的是对利率波动进行度量，测算出合适的边界，在一定的时空范围内适度拥抱波动，以期获得更大的超额收益。

而我们在波动中做出决策并采取行动前，首先要弄清楚哪些是短期交易产生的噪音，即哪些是可以随着时间的推移逐步消除，而哪些是真正不可挽回的损失。比如，基于人口增长、经济发展结构变化以及通胀水平的演变分析，长期看，潜在经济增速在未来较长时间处于下行通道，中短期看，中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力。同时，国内核心CPI保持稳定，通胀没有系统性抬升的风险。在这些前提下，央行货币政策预计会更加稳健，那么对于债券久期风险的容忍度就可以适当放宽，短期的情绪波动带来的收益率上行反而是加仓的好时机。但不同的是，如果宏观经济走弱和行业政策变化导致企业现金流持续恶化，由信用状况问题带来的收益率大幅波动，就需要在信用风险敞口的暴露上及时做出调整。

## 专注从容 保持敬畏之心

正如前文提到的，投资和射箭一样，好的心态至关重要。能够站在奥运赛场上的选手，都经历过千锤百炼的刻苦训练，射箭动作早已形成肌肉记忆，除了技术，比拼更多的是的临场心态，心态在很大程度上决定了成绩发挥的持续性。

而临场心态则在于平时的内功修炼。在同样的光线、温度和位置下，也许现场观众的嘈杂声，竞争对手的成绩变化等等外在因素都会影响到运动员的心态，造成动作变形，导致发挥失常。所以，这就需要运动员在每一个动作上做到静心专注，还内心一片安宁。

作为专业投资人，大部分投资管理人士都是在持续的刻苦学习、认真复盘形成完整的逻辑体系，分析框架都很健全。当我们面对外界的各种信息，特别是超预期事件冲击时，如何让大脑在第一时间去伪存真，做出理性判断，找到最优决策，尽量避免在各种压力下犯低级错误？此时，拥有一个良好的心态尤其重要。

在债券投资中，敬畏市场，顺势而为，有助于保持良好

的心态，提高组合的胜率。举个例子，2013年6月“钱荒”暴发，债券收益率大幅上行。到了四季度，经济指标已经开始走弱，不论是从胜率还是赔率的角度，拉长久期做多债券都是不错的选择。但是，当年12月底，收紧的货币政策导致债券市场收益率又经历了一波快速上行，收益率真正见顶是在2014年年初。如果当时不考虑央行对债券市场的态度和市场情绪的负面影响，只是单纯从基本面和绝对收益出发，逆势而为，可能会因为扛不过2013年底的市场下跌而提前止损出局。所以，我在债券投资上更偏向右侧，这样心态会更好。

再比如许多人会谈“精选个券”，即找到有明显超额收益的个券。关于这一点，我认为还是有所敬畏。在2016年绝对利率很低时，挖掘票息高的信用债能在短期收获比较高的静态收益，但在随后两三年，当时的所谓高收益债接连出现信用违约，最后落了芝麻丢了西瓜，这种教训还是很惨痛的。在目前绝对利率偏低的位置，挖掘信用利差的性价比不高。当一个债券的收益率明显比同等级或者同类型高出很多时，大概率是在某些方面有硬伤。不用怀疑大家的智商，这时只能怀疑自己的智商。

最后，回到资产配置层面，投资既是一门科学也是一门艺术，我们既要通过科学研究去探寻客观规律，也需要凭借认知感悟去寻找模糊的确定。巴菲特曾说过一句话，“宁要模糊的正确，不要精确的错误”。但是，人脑的分析判断并不总是那么精准，如何尽可能避免主观认知的偏差，降低对投资不确定性的影响，最大限度去获取模糊的正确呢？这就需要尽量降低对市场短期走势的预判，基于未来的不确定性进行情景假设，对组合进行压力测试，及时分析不同情境下组合资产价格变动的影响路径，不断审视组合的抗压能力，保持底线思维。

另外，我们可以通过分散化配置争取在一定程度上熨平组合波动。市场时常会有黑天鹅事件发生，我们不可能做到精准预测风险，我们能做的是通过对组合行业和各券的集中度进行管理，最大限度减少单个意外事件发生后对组合净值的冲击。再者，我们通过行业周期排序，将不同行业各类资产适度均衡配置，以控制总体风险敞口的暴露，也有助于降低犯错误的损失。

**基金经理简介：**方抗，13年证券从业经验，6年投资管理经历。现任广发基金债券投资部总经理助理，管理广发增强债券、广发景源纯债、广发招财短债等。

**（风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。投资有风险，入市须谨慎。）**