

# 信報

財經月刊  
HONG KONG ECONOMIC JOURNAL MONTHLY

39周年

469  
4/2016  
HK\$45 NT\$180

曹仁超的人生智慧

負利率釀新海嘯

袁天凡、哈繼銘、譚新強、詹培忠教路

## 贏家穩賺投資

另類投資：儲油卡、翡翠、茶、紅酒

特別報告：北語入侵 香港文化危

大陸地產泡沫 後遺症大

申訴專員劉燕卿：投訴是正能量



# 譚新強：港股三大催化劑

## ——人幣不貶 市才有運行



2016年首季，環球市場頻現「黑天鵝」，中港股市一度大跌，最近才出現小陽春。去年底向傳媒提出「恒指今年見二萬八」，被譽為「金錢之王」的中環資產投資(CAI)行政總裁兼投資總監譚新強，最近接受本刊訪問時笑稱，自己當時是「被預測」了。他修正說，今年港股有很大機會重上22000點，A股能否站得穩，則要視乎人民幣會否貶值。

□ 鄧傳鏘 本刊總編輯、韓彬 特約記者

「我當時說，在所有利好出現的assumption(前提)下，港股最樂觀去到兩萬八」，譚新強笑言自己「一講完就給人罵」，因為港股年初大跌，「不過，港股已跌得太殘，港股9倍P/E、H股6倍，即使剔除銀行股，P/E仍屬於全球最低」。他相信，恒指全年頗大機會收復失地，「即較現價上升約一成、重上22000點」。

### 港股上望22000點

早前愈跌得殘的股份愈值得低吸，他短期看好近月跌得最低殘的資源類、石油類股份。不過，他也指出，即使看好石油以及銅鐵等大宗商品反彈，也未必一定要買中國公司，可買Shell、Exxonmobil、Freeport(美國銅業上市公司)等，因為外國資源企業較穩定、管理具效率。

譚新強點出利好港股的三大催化劑，「首先是『深港通』開通」。中國正在加入國際金融秩序、即所謂「金融WTO」的進程，繼人民幣納入SDR機制後，他確信今年A股

可獲納入MSCI指數，而要成功的前提就是開通「深港通」。「滬港通」備受冷落，市場對久未落實的「深港通」亦欠期待，「但正因為大家沒有預期，可能容易有驚喜」。

另一方面，譚新強期望內地政府推出措施刺激經濟，他建議中央大幅增加減稅規模。中央債務目前佔國內生產總值(GDP)比例僅40%、接近全球最低，「我相信有空間增至50%」。官方3月初公布，2016年全國財政預算赤字，佔GDP比例增至3%，譚新強指「起碼可提升至5%甚或7%，當然中央很保守、未必會這樣做」。

最後一項催化劑，在於中國外匯儲備下降放緩。政府3月初公布，人行2月外匯儲備，按月僅跌286億美元，較前兩個月跌幅大為收窄。譚新強受訪時指，人民幣匯率靠穩、資金出走放慢，市場緊張情緒有望好轉，有利港股氣氛。

「要鎮住股市，首要鎮住人民幣匯率」，譚新強分析人民幣匯率與A股及港股，屬非常正面相關(positive correlation)，他批評

年初人民幣貶值企圖刺激出口，「是嚴重的政策失誤」，因為「中國人很羊群，驚國家限制資金外流，所以爭相走資」。

「中國像一個有中央肥胖、高血壓、糖尿的中年人，需要長期就醫。但一玩貶值，就將慢性病變成心臟病，立即瓜得。一旦出現貶值導致走資的惡性循環，最終甚至會出現資本管制的最差情況。」

譚新強指，有建議指中國可一次過大幅貶值，他也覺得不可行，「人民幣好像細價股，跌完10%後，市場會怕再跌10%，大型國企、最有錢的一群人就走得最快」。

### A股2500點可入市

談到與港股「命運共同體」的A股市場，譚新強直言「最好跌到二千點才最安全，但投資者及政府應接受不了」。他估計上證指數到2500點水平已可入市，「2500點至2700點應該站得穩」，滬股以至港股均跌穿去年8月低位、漸達合理區間，但他稱「深股若同樣跌



▲譚新強管理的基金回報理想，每年都能跑贏大市，秘訣在於隨機應變，善用各種套利機會。（何澤攝）

穿，就更為安全」。

撇除人民幣因素，譚新強指出中國股市另有弔詭之處：「在中國，放債的永遠賺錢多於做股東，違反了最基本投資定律」。他指出，美國股市過去百年，股權風險溢價（equity risk premium）平均有7%，但中國股市投資，高風險、低回報，股票回報竟從未跑贏債券。譚新強直言致命傷在於，過去幾年中國實施貨幣寬鬆政策，但同時國家生產力增長卻放緩，人口老化以至國企都拖後腿，「不斷放水，卻做出一個又一個泡沫」，導致過去20年，中國十多次牛市，有些少於200天就「玩完」，相反熊市則平均長達一年有多。

譚新強將責任歸咎於中國企業

文化，「很多企業未必有良心，集資後不會回報股東」，他直指大量國企以「服務國家人民」為首務，企業運作本身欠缺效率，管理層也沒有激勵機制「7000元月薪、做對沒有獎勵，做錯就會『死人』」，股東很難藉長期持有而獲利。

### 買A股期望可buy and hold

「長遠我並非太悲觀，希望未來中國股票可以buy and hold」，譚新強提出，已發展市場（developed market）已連續5年跑贏新興市場（emerging market），去年底開始見轉捩點，新興市場轉為領先。年初至今已發展市場累跌約7%，但亞洲區尤其東南亞國家，股市已止跌回

升。譚新強相信市場是集體智慧的體現，新興市場的反彈意味毋須對中國「爆煲」過度悲觀。但他強調，中國股票要改善低回報的弊端，首要全球央行政策配合，但現在「（各國）行負利率，市況更不正常」。

年初以來「黑天鵝」頻生，歐洲央行負利率搶先登場、日本緊隨其後。譚新強提到，目前市場出現國債、企業債的長期債券，也變成以負利率交易，情況對儲蓄者不利。作為對沖通脹工具的黃金，在近期極微通脹下掀起炒風，譚新強同意持黃金確較持現金更好。

「持有現金很難說能保值，因為各國貨幣都鬥貶值」，他承認在負利率年代「投資愈來愈難」。

## 中西文化不同是套利機會

中環資產投資管理的兩隻基金分別為：CAI環球基金和CAI特別機會基金，自2005年發行起，CAI環球基金取得年化平均收益20%。根據彭博(Bloomberg)數據庫最近五年復合年化回報，CAI環球基金的排名位於全球所有基金的0.1%。譚新強解釋，其成功之道在於隨機應變進行各種套利。

與大部分投資高手不同，譚新強少「俾冧巴」，他操盤的基金既可全數持倉債券，亦有時全數投資股份。多年來游走股債之間，譚新強表示，「持有股票很多時純為偶然炒波幅、只有少數是看好長期增長的公司。」

基於對今年市況不至於太悲觀，譚新強透露目前基金持倉「比例上股票較債券多點、現在還考慮增加方向性股票投資。亞洲區可以投資的公司，沒有一千都有幾百隻，最多只會選20隻，adjusted return一定要好過我手持的債

券」。他表示持有股票主要尋找Alpha(跑贏大市的主動型投資)，包括涉及公司收購計劃的合併套利(merger arbitrage)、以至可換股債券套利(convertible arbitrage)及資本結構套利(capital structure arbitrage)等。

「絕非所謂long(持好倉)only」，譚新強提到合併套利，以美國中概股私有化近年最流行，「我們專門研究誰人收購、夠不夠錢、夠不夠(股東)票等」，以具標誌性的奇虎360為例，譚新強去年已預測將會私有化，現成功在望。

### 轉吼新經濟、輕資產

提到奇虎360私有化個案，譚新強相信基金另一策略，就是穿梭中、西方市場投資者之間作「文化套利(cultural arbitrage)」。譚新強初中時隨家人移民加拿大，其後回流香港發展，深明中西文化的差異。他解釋，因為外國投資者不信

任中資公司，普遍質疑其賬目以及資金流是否真確，導致中資公司在歐美市場普遍存有交易折讓。「外國人經常看錯，對中國有時太樂觀、有時太悲觀」，譚新強笑言「過去十年，很多機會都來自文化差異的arbitrage(套利)」。

譚新強分析投資關鍵在top-down asset allocation，「有時買債券、有時轉去買股票」，他援引過往研究，八至九成投資回報來自資產分配。2011年內房債瀕臨爆破，「我們覺得中國房地產獲政府支持、(泡沫爆破)時辰未到，所以持有內房債」，往後事實證明當時的策略無誤。

但時至今日，譚新強稱基金投資組合只剩極少內房債，「政府未必想推動舊經濟，可能會讓內房破產」，他直言目前距離房地產泡沫爆破的死線，「一定較2011年更接近」。譚新強透露，目前投資債券鍾情新經濟產業，尤其輕資產的互聯網公司，「很多海外上市的中國科技公司，確實能賺錢、現金流成熟」，他深信回報更勝內房一類現金流不穩的重資產公司。

假若騰訊發債呢？譚新強笑言「也不會簡單就說買」，要看回報。海外上市的一線科技公司，尚有阿里巴巴、百度、奇虎、京東等，國內上市的則有樂視，譚新強稱會留意較小型、風險較高、回報也較高的公司，「騰訊雖穩陣，回報不會太高、我們未必滿意」。



▲外國人對中國普遍存在質疑，文化差異構成套利機會。(法新社圖片)