

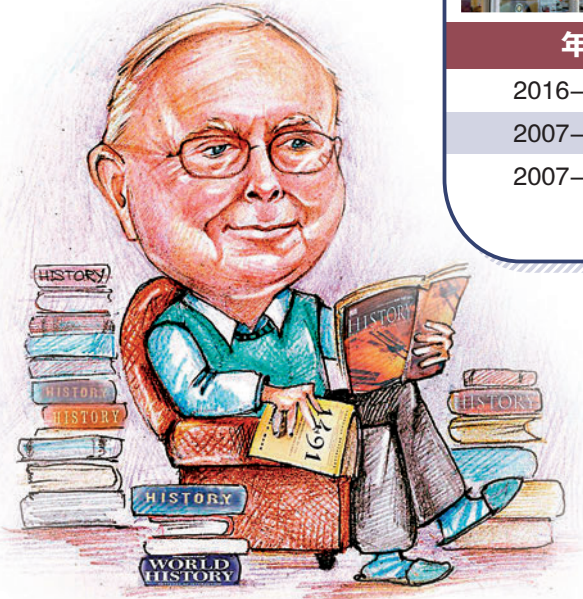
股神搭檔投資哲學：要「做得少」

組合內股份 股價回報

附表一

年期	標指	巴郡	Daily Journal	Costco
2016-2020年	↑83.7%	↑75.8%	↑100.0%	↑162.3%
2007-2020年	↑155.8%	↑145.6%	↑879.3%	↑637.7%
2007-2018年	↑70.7%	↑116.1%	↑467.2	↑281.6%

註：標指及Costco均為扣除股息後的股價回報，若計及股息，回報率會更高。



▲芒格持股耐性非常強。

網絡圖片

註：巴郡每股盈利單位為萬美元，其餘為美元單位

附表二：組合持股近年每股盈利／（虧損）

股份	2016	2017	2018	2019	2020
巴郡	1.46	2.73	0.24	4.98	2.66
Daily Journal	(0.76)	(0.66)	5.94	(18.26)	2.93
Costco	5.33	6.08	7.09	8.26	9.02

芒格投資法則

「股神」巴菲特的最佳拍檔查理·芒格指出，巴郡（BRK）及Daily Journal（DJCO）投資表現跑贏大市，主要原因是「做得少（to do less）」。

芒格在其個人股票組合也貫徹「做得少」理念，僅僅持有4項股權投資：巴郡、DJCO、Costco（COST），及對沖基金喜馬拉雅資本（Himalaya Capital）掌舵人李祿管理的基金；這個精選組合回報斐然，DJCO、Costco過去5年股價有逾倍漲幅，跑贏大市。本周探討芒格「做得少」背後的投資哲學。

大公報記者 周寶森

芒格致富箴言

- 壓縮生活使費，把剩餘的收入用作投資。若果你活得夠長命，到最後你就會變得富有。這個道理絕不複雜（underspent our incomes and we invested it. You live long enough, you end up rich; it's not very complicated）
- （當有人問到巴菲特比他富有），因為巴菲特很早便開始投資

「巴菲特學（Buffettology）」專家David Clark多年前推出一本著作《Tao of Charlie Munger》。這裏的「Tao」即是中國的道家。Clark收集芒格在言論，揭示其在工作、生活、商業、財富追求的「無為而治」面貌。當然，芒格並非信奉道家，只因他的處世理念與道家學說有相似之處。芒格的「做得少」，首先是不干預持股公司的管理；其次是做得精，不做能力圈以外的事情；第三是少做買賣操作，靜候入市時機，遇到投資機會，便毫不猶豫迅速行動。

分散投資策略多做多錯

第一個「做得少」。芒格表示：「巴郡其中一個成功之處是，公司總部沒有人，所以幾乎不存在官僚制度（bureaucracy），這就是其最大競爭優勢。」專注才能專業。巴郡作為投資控股公司，不做多餘的事情，專注於物色優質投資標的，不搞辦公室政治。

第二個「做得少」是做得精，不做能力圈以外的事情。芒格認為，了解自己的能力圈是非常重要的事情。芒格有一套3桶法則：知道、不知道、難以理解。芒果笑稱，他精於避開困難的事，偏好找尋容易處理的事情。芒格同時批評分散投資策略是多做多錯。當你不知道自己應該做什麼的時候，最合理方法是採取多元化策略，但不要指望能夠獲得可觀回報。持有100隻股份的投資組合，美其名為分散投資，實情是令到組合回報變得愈來愈差。相反，建構4、5項投資標的投資組合，既容易又有極大機會跑贏大市。

第三個「做得少」。芒格稱，他不善於把握最佳時機沽出股份，所以不會嘗試找尋

沽出股份的機會，只希望繼續持有股份。對他而言，短炒無發達，長線持有賺大錢，長期持有才是投資正道。芒格稱，豐厚利潤是「等」出來，而不是買賣間所能獲取得的。（The big money is not in the buying or selling, but in the waiting.）

頻繁買賣股票猶如吸毒

芒格批評現今世代鼓勵投資者頻繁買賣股票，這猶如引誘青少年吸食可卡因。芒格認為，好的投資（good investing）需要融合「耐心」與「進取（aggression）」。

這體現在DJCO今年首季大手掃入16.5萬股阿里巴巴（09988）股份。作為DJCO主席的芒格稱，DJCO有一個策略，就是保留公司資本，然後10年1次投入大量資金。DJCO對上一次這樣做是在2008年買入富國銀行的股票。靜候超過10年時間，DJCO才再度出手，建倉阿里巴巴。芒格稱，這說明對阿里巴巴的信心水平很高。

芒格的投資操作手法崇尚「貴精不貴多」，實實在在能夠為其個人投資組合帶來超額回報。以下通過3個時段觀察巴郡、Costco、DJCO與標普500指數（下稱標指）表現（見【附表一】）。

價值投資追求自己生活

在第1個時段2016年至2020年，巴郡股價累升75%，標指升幅為83%；第2個時段拉長到2007年底（即金融海嘯爆發前）至2020年底，巴郡股價上升145%，標普累升155%。

綜合以上所見，即使有「股神」巴菲特坐鎮，巴郡股價依然失色；箇中關鍵位在於巴郡股價2019年、2020年股輸大市。撇除

這兩個年度，回溯2007年至2018年（第3個時段），巴郡股價錄得116%升幅，跑贏標指的70%漲幅。

對於巴郡股價跑輸大市，如果簡單把背後原因解釋為科技股近年大漲，導致巴郡等傳統股份相對落後，這似乎未能說明事實。【附表一】所見，零售商Costco股價在上列3個時段皆倍數漲幅。報紙及軟件企業DJCO股價同樣在該3個時段也夠跑贏大市。巴郡股價會否繼續跑輸標指？暫時言之尚早，巴郡今年首季股價累升10.8%，標指同期漲幅5.7%。

總結：價值投資者所追求的生活，就是擁有時間做自己喜歡的事情。芒格「做得少」，所以擁有時間享受人生：閱讀大量書籍。許多人因此而戲稱他是一本有腳的書。



▲芒格（右）是「股神」巴菲特（左）的最佳拍檔。

資料圖片

揀優質股 全靠逆向思維

證券分析師為評估上市公司的價值，往往通過估算企業未來數年的盈利及現金流，從而測算現今的價值。查理·芒格對此不以為然。芒格曾被問及如何對企業前景進行測算（projections），他回應稱，許多人信奉測算模式這種「玩意」，可是他不會採用正規（formal）的測算模式，因為在他看來這是愚人愚己。

這位殿堂級價值投資者有什麼選股方法呢？就是逆向（invert）思維。芒格認為，投資者不要問想要什麼，而是要問應該避開什麼。就這種逆向思維，李祿在《窮查理寶典》的中文版序言中有很好的闡述：

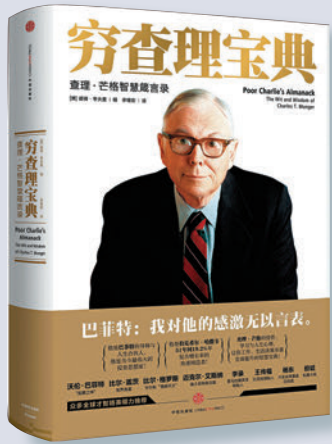
查理思考問題總是從逆向開始。如果要明白人生如何才能得到幸福，查理首先會研究人生如何才能變得痛苦；要研究企業如何做強做大，查理首先研究企業是如何衰敗的；大部分人更關心如何在股市投資上成功，查理最關心的卻是為什麼在股市投資上大部分人都失敗了……查理在他漫長的一生中，持續不斷地收集並研究關於各種各樣的人物、各行各業的企業，以及政府管治、學術研究等各領域中的著名失敗案例，並把那些失敗的原因排列成作出正確決策前的檢查清單，這使他在人生、事業的決策上幾乎從不犯重大錯誤。

最佳策略 構建股份組合

芒格選股了得，下面觀察他個人組合內的3家上市公司經營表現（見【附表二】）。首先是巴郡（BRK.A），於2016年至2020年間，該公司每股盈利為1.46萬、2.73萬、0.24萬、4.98萬、2.66萬美元，盈利表現飄忽，主要因為在最新會計準則，巴郡持有股份的價格變動，被視為盈利或虧損，故參考意義不大。

再看Daily Journal（DJCO），過去5年每股盈利分別為-0.76、-0.66、5.94、-18.26、2.93美元，業績同樣受到持有股份的賬面盈虧所影響。因此，通過毛利去看，分別為0.41億、0.41億、0.4億、0.48億、0.49億美元，發現DJCO都算不上的優質企業。最後是芒格讚不絕口的Costco（Cost），不管股價抑或經營表現都不讓股東失望，過去5年每股盈利5.33、6.08、7.09、8.26、9.02美元。

總結，即使是富有選股能力的芒格，也未必百發百中找尋到優質股，因為始終不是神，難免會有缺欠的地方。對於普羅投資者而言，在能力圈所及的範圍內，構成一個股份組合，是最佳投資策略。



▲《窮查理寶典》介紹了芒格的選股方法。

疫後瞄準消費股 Costco值得關注



陳俊業

晉裕集團資產管理策略師

伴隨環球各國市民陸續接種疫苗，新冠肺炎疫情出現好轉的跡象，再加上美國政府大量派錢，令市民消費能力大增，其中一個投資契機是線下零售業Costco（COST好市多）。Costco是美國第一大的連鎖倉儲式零售店，銷售策略是用低價提供高質量的產品，大受美國普羅大眾的歡迎。因為服務業佔美國GDP約80%，所以在強勁經濟增長下，美國人民的消費能力上升，而內需增加、供不應求的現象都反映在消費者物價指數之上，這也表明零售行業的定價能力更高。

事實上，市場分析Costco的預測股本回報率達到25%，比Walmart（WMT沃爾瑪）的約12%還要高，盈利能力較強。此外，由於Costco的長期增長率達10%，相對Walmart的5%為高，所以預測市盈率較高一點，約36倍。隨着疫情減退、消費力提升的前提下，Costco的股價存在進一步上行空間。

要注意的是，Costco股價從今年3月低位已經累積一定反彈幅度，不排除回調的可能性，相信200天平均移動線的位置，約360美元水平位置的支持力度較大，但長線看仍然是值得吸納。

人口老齡化 利好醫療服務股

滄海桑田

倪相仁

周四周四股、比特幣大幅下跌，再次提醒大家今年的短期交易難以捕捉，當市場興高采烈的時候一定要轉身而退。相對而言，中長期的行業趨勢較短線的追漲殺跌可能更宜把握。今年以來，至少有兩個板塊出現了趨勢性機會，分別是醫美和碳中和。

看好醫美板塊的邏輯較易明白，隨着經濟收入的增長和消費升級，內地醫美市場開始進入高速增長期。根據業內研究，今年醫美市場規模約1975億元人民幣，同比增長11.6%，到2023年

有望達到3115億元人民幣，2019至2023年複合增長率更超過15%。港股有一家原本從事醫藥研發的公司，受制於新藥研發需時，仿利藥又受到集採政策拖累，股價沉淪了好幾年。年初宣布引進韓國一著名肉毒素品牌的代理，股價暴升兩倍，成為醫美新趨勢的受益者。

另一個板塊是碳中和，涉及的行業眾多，像垃圾發電、光伏和新能源汽車等。除了垃圾發電公司走勢較穩定，大部分公司均呈現大起大落，令短線客難以把握。不過如果考慮到碳中和已成為國策，是政府為應對全球氣候變化，做

好大國擔當，以及對內促進國內產業升級，對外參與全球合作的必由之路，很明顯這也是中長線確定性的機會之一。

有了國策支持，一些受益碳中和的細分行業就不怕買，愈跌愈要買。比如垃圾發電、擁有豐富鋁資源的龍頭公司。相比於碳中和，還有一個更為確定性的趨勢性機會，就是人口結構逐漸進入老年化，所帶來的老年化紅利。

根據上周公布的第七次人口普查數據，去年中國人口平均年齡上升至38.8歲，撫養比由2010年的34.2%，急速上升至2020年的45.9%，65歲及以上人口佔比為13.5%，接近深度老齡化社

會的標準。人口結構的變化帶來消費結構的改變，最大的影響可能是倒逼中國經濟由勞動密集型轉向資本密集型。

老齡化的加速到來，首先帶來的是跟老年人相關的產業繁榮。可以想像，伴隨着老齡化，休閒旅遊、醫藥醫療、智能家居、人壽保險等方面的需求會大幅增加。政策層面，亦有望推出更多變革以配合社區醫療、民辦醫療和綜合醫院等多種醫護需求增加。

與此同時，老齡化對部分行業可能造成衝擊。比如出生率下降和「少子化」趨勢，則為母嬰產品和部分教育產業的中長期前景帶來挑戰。還有就是對

住房的需求會出現結構性下降，只有人口仍有增長的城市，可以免疫。

過去10年，內地人口淨流入的地區主要集中在珠三角、長三角、成渝城市群，及西安、合肥、武漢等城市。東北、西北等地區面臨持續人口淨流出，人口數量變遷導致住房需求及價格兩極分化，未來這種分化會愈來愈明顯。

整體而言，老齡化將導致醫療服務需求大增，房產需求分化，而經濟結構也不得不向資本密集型等創新行業轉變。所以，應趁着市場調整，低吸醫藥各細分行業的龍頭，尤其是研發新藥管道較為齊全的創新藥龍頭。