

Morgan Stanley

摩根士丹利

INVESTMENT MANAGEMENT

全球股票观察

优质股值得等待

投资观点 | 国际股票团队 | 2024年3月

回顾我三十年的投资生涯，我的投资理念深受那些全球伟大的投资人物影响，注重质量的主动型股票管理始终是为客户实现长期资本复利的关键。

30年投资生涯中的10堂课

1. 挑选优质企业，为实现长期复利创造条件

我相信，我们之所以与众不同，是因为我们了解优质公司的构成要素，我们对投资组合保持高质量标准的决心以及我们的长期视角。我们寻求的优质公司，具有较好的治理能力，能够长期持续地获得较高的运营资本回报率，运营利润波动小，定价能力强且财务杠杆有限。识别具有这些特征的公司非常重要，而同样重要的是给这些天然的长期复利超能股留有产生复利的时间。我们与企业之间不是短期“租赁”关系，而是长期持有。

2. 投资优质股的双重优势

对投资者而言，避免资本的永久减损与寻找获利机会同样重要。我想说的是，借助我们的优质股投资方法，你能一举两得：既可以持有长期获得丰厚复利的卓越企业，又能在市场持续低迷时减少损失。这样可以带来不错的长期绝对回报。

3. 考虑绝对风险，而非相对风险

我们必须关注风险，但我的看法是目前业内过于关注相对风险。我们要关注的不是相对于基准的风险，而是绝对风险，即投资亏损的概率。我们致力于了解与我们业务相关的任何具有重大财务意义的风险，如专营权、监督、管理、ESG（环境、社会和治理）和估值风险等。我们相信，从绝对风险的角度思考，更能够选出长期赢家。

4. 剔除与选择同样重要

某些行业并不适合我们的优质股投资组合，例如银行、公用事业、房地产和能源。近30年来，我们偏向于优质行业中的优质股，在经济周期内为客户提供了具有吸引力的长期回报和抗逆性。

作者



WILLIAM LOCK
国际股票团队主管

“我认为投资行业的长久生存之道是保持探究心、坚持学习并不断提出正确的问题。”

5. 估值是关键

我们不仅对质量严格把关，对价格也精打细算，即所谓的“双重把关”，这种做法推动着我们的长期回报。正如查理·芒格(Charlie Munger)所说，如果你支付的代价过高，再出色的公司也会变成糟糕的投资。我们希望能以等于或低于长期内在价值的价格持有标的。估值原则很重要，我们关注的是自由现金流而非盈利，因为现金是真实存在的。即使某些公司现在价格太贵，但经验告诉我，你想要持有的多数公司最终都会给你入场机会。投资要有耐心。

6. 与管理层交流并相信你的直觉

我们与管理层交流，了解他们经营公司的方式与我们的长期发展观点是否契合，以及他们是否据此配置资金。我们想知道他们是否提高或削减长期无形支出，例如研发和品牌/数字营销的支出。他们是否能积极创新以及实现可持续发展？以及他们如何分配资本。许多薪酬计划能带来短期成效，虽然让管理层获得了报酬，但可能会对长期复利产生不利影响。我们希望了解薪酬计划激励了哪些行为，以及管理层是否会根据相关激励措施行事，我们还尝试推动企业就我们不认同的薪酬计划作出变更。

7. 作为核心配置，偏向优质股的投资组合可为投资者带来可观回报

随着时间推移，偏向于优质股的复利投资策略可以产生更强劲、更稳定的回报；例如，在市场上涨时捕获80%的涨幅、在市场下跌时只有50%的跌幅，而非在市场上涨时捕获100%的涨幅且在下跌时损失全部资金（甚至可能更多）。虽然稳定的复利可能不如短期涨势那样令人兴奋，但我认为这种无惧市场沉浮的稳定性能为投资者的资产配置提供 stronger 的吸引力。这是市场上一些较激进的投资策略无法比拟的。

8. 保持好奇心

市场的不断发展变化，提供了能够运用资金获取复利的机会。我认为这个行业的长久生存之道是保持探究心、坚持学习并不断提出正确的问题。我学会了鼓励我的团队对一切事物和人（包括我本人）刨根究底，并树立了奖励好奇心的文化。我们有幸从事最有趣的行业之一。如果市场让你感到厌烦，那也许是你的问题，而非市场的问题！要与聪颖、有趣、热爱自己事业的人共事，乐此不疲地点燃这种好奇心。

9. 与时俱进

格特鲁德·斯泰因(Gertrude Stein)曾言道：“钱永远在那儿，但钱袋子在变；改变后钱就不在原来的袋子里了。”30年来，我们所追求的目标从未改变——我们购买能够凭借低波动的无杠杆运营资本持续带来长期高回报的企业。然而，世界日新月异，这些年来这类企业的领域也发生了变化。有时，长年累月盈利的板块也可能会枯竭，资金转而流向其他渠道。请记住这一点，必须在不放弃基本原则和纪律的情况下与时俱进。

10. 优质股值得等待

我同意查理·芒格的观点：“大钱是靠等待赚来的，而不是靠买入卖出。”我们的投资方法侧重于识别能够产生复利的优质公司。我们的经验显示，其诀窍在于保持足够的耐心，让这些公司有时间产生复利。在那群被投资热潮所驱使的兔子中，你要做一只顽强的乌龟¹。

¹《伊索寓言》：乌兔赛跑。兔子对获胜充满信心，因此它在比赛途中停下来睡了一觉。乌龟一直在缓慢地爬行，最终赢得了比赛。

风险考量

我们无法保证投资组合会实现其投资目标。投资组合会面临市场风险，即投资组合所持有证券的市场价值可能下跌。市场价值每天都可能因影响市场、国家、公司或政府的经济及其他事件（如自然灾害、健康危机、恐怖主义、冲突和社会动荡）而变化。事件的发生时间、持续时间和潜在的不利影响（例如对投资组合流动性的影响）都难以预测。因此，您在本策略投资的资金可能会发生损失。请注意，本策略可能会面临某些额外风险。全球经济、消费者支出、竞争、人口结构特征、消费者偏好、政府监管和经济状况发生变化可能会给全球专营权公司带来不利影响，并且与投资于更广泛类别公司的策略相比，对本策略可能产生更高层次的不利影响。一般而言，股票的价值也会随着一家公司的特定活动而波动。投资于**境外市场**具有特殊风险，如货币、政治、经济和市场风险。**低市值和中市值公司的股票**具有特殊风险，如产品线、市场和财务资源有限，并且与更大型、更成熟的公司的证券相比，市场波动性可能更大。投资**新兴市场**的风险高于投资境外发达市场的风险。**衍生工具**可能不成比例地增加损失，并对投资组合表现产生显著影响。此类工具可能还面临交易对手风险、流动性风险、估值风险、相关性风险和市场风险。**缺乏流通性的证券**可能比公开交易的证券更难出售和估值（流动性风险）。非多元化投资组合通常投资的股票发行人数量更加有限。因此，单一股票发行人的财务状况或市场价值变化可能会带来更大的波动性。**融入影响力投资和/或环境、社会和治理(ESG)因素的ESG策略**可能相对于其他策略或大市基准出现投资表现偏离，具体取决于该等行业或投资在市场中是否被看好。因此，不保证ESG策略将会取得更有利的投资表现。

定义

自由现金流(FCF) 自由现金流(FCF)是财务表现的一个衡量指标，计算方法为运营现金流减去资本支出。FCF代表支出维持或扩大资产基础所需的资金后，一家公司能够产生的现金流量。

重要提示

我们不保证任何投资策略在所有市场状况下均可奏效，投资者应评估自身的长期投资能力，尤其是在市场低迷时期的投资能力。

专户可能不适合所有投资者。根据特定策略管理的专户可能包含不跟踪任何特定指数表现的证券。有最低资产水平要求。

有关投资经理的重要信息，请参阅ADV表格第2部分。

所述观点、意见和/或分析是作者或投资团队在撰写本资料时的观点和意见，可能会因为市场、经济或其他条件的变化而随时改变（恕不另行通知），且并不一定会兑现。而且，上述观点不会进行更新或以其他方式进行修订，以反映本资料发布之后的最新信息、出现的情况或发生的变化。所表达的观点不反映摩根士丹利投资管理(MSIM)及其附属公司和联属公司（合称“本公司”）所有投资团队的意见，并且可能不会体现在本公司提供的所有策略和产品中心。

本资料中的预测和/或估计可能发生变更，因此实际上可能不会实现。有关市场预期回报和市场前景的信息，均以作者或研究团队的研究、分析和意见为依据。这些结论具有推测性，有可能不会实现，且其用意并非预测本公司提供的任何特定策略或产品的未来表现。未来业绩可能因证券或金融市场或整体经济状况的变化等因素而存在显著差异。

本资料根据公开信息、内部开发数据以及我们认为可靠的其他第三方数据来源编制。但是，我们概不保证有关信息的可靠性，且本公司并不寻求对来自公开和第三方来源的信息进行独立核实。

本资料是常规传播材料，可能存在不公正之处，并且提供的信息仅出于提供信息和宣讲目的，并不构成买卖任何特定证券或采纳任何特定投资策略的要约或建议。本资料所载信息并未考虑任何个别投资者的情况，既非投资建议，也不应以任何方式被视为税务、会计、法律或监管建议。因此，投资者在作出任何投资决定之前，应寻求独立的法律和财务意见，包括税务影响方面的意见。

本资料中提供的图表仅用于说明目的。**历史业绩不保证未来结果。**

指数不受管理，且不含任何开支、费用或销售费用。不可能直接投资于指数。

本文件所提到的所有指数均为相关许可方的知识产权（包括注册商标）。基于一项指数的任何产品均非由相关许可方发起、背书、销售或推广，且相关许可方对该产品不承担任何责任。

本资料并非摩根士丹利研究部门的产品，且不应被视为研究资料或建议。

本公司尚未授权金融中介使用和分发本资料，除非应相关适用法律法规要求予以使用和分发。此外，金融中介机构必须确保，本资料中所含信息适合于本资料接收方的个人情况和目的。对于任何金融中介机构对本资料的使用或误用，本公司不承担任何责任。

本资料可以被翻译为其他语言。若有此类翻译版本，以英文版本为准。如果本资料的英文版本和任何其他语言版本不符，应以英文版本为准。

未经本公司明确书面同意，不得直接或间接对本资料的全部或任何部分进行复制、复印、修改、用于创作衍生作品、演示、展示、发布、张贴、授权、放入图框、分发或传播，或将本资料的任何内容向第三方进行披露。除出于个人和非商业用途外，不得创建本资料的超链接。本资料载列的所有信息均属于专有信息，受版权法及其他适用法律保护。

摩根士丹利投资管理是摩根士丹利的资产管理业务分支机构。

分发

本资料仅供当地法律或法规允许向其分发或提供的法域居民使用，且仅向该等居民分发。

摩根士丹利投资管理（“MSIM”）是摩根士丹利（NYSE: MS）的资产管理业务公司，其关联公司设有相关程序来互相推广各自的产品和服务。每家摩根士丹利投资管理关联公司在其所经营的法域受到监管（如适用）。摩根士丹利投资管理的关联公司包括：Eaton Vance Management (International) Limited、Eaton Vance Advisers International Ltd、楷摩研究管理、Eaton Vance Management、Parametric Portfolio Associates LLC及Atlanta Capital Management LLC。

中华人民共和国：本文件仅供参考之用，不应解释为法律、税务或投资建议，也不应被解释为买卖任何证券、证券的任何权益或任何其他工具的要约或招揽。本文件不构成在中华人民共和国（中国）中公开投资的投资要约，无论是通过销售或申购。拥有本文件的人必须在做出任何投资决定之前遵守此限制并获得任何适用的监管批准。