



博立

全權委託投資組合管理服務

(2021年8月20日)投資組合經理特別評論 - 致客戶夥伴的信

2021年第三季中港股票市場風起雲湧，中國政府針對多個行業的監管政策紛紛出臺。在此，我們希望透過這封信件，來說明目前組合的投資情況，以及對當下形勢的觀點和思考，並分享相關的投資策略和方向，希望能讓你更瞭解當下的局勢情況，也保持著對長期投資的信心。我們翻查過去20年中資股份的表現（圖表1及2），基本上已提及不同時期的下跌原因、下跌日子、MSCI中國指數期內下跌幅度等資訊。有趣的是，基本上過去16次中資股的明顯下跌後，其後1年期、3年期及5年期的回報均是正數，而且回報同時也是超卓的。

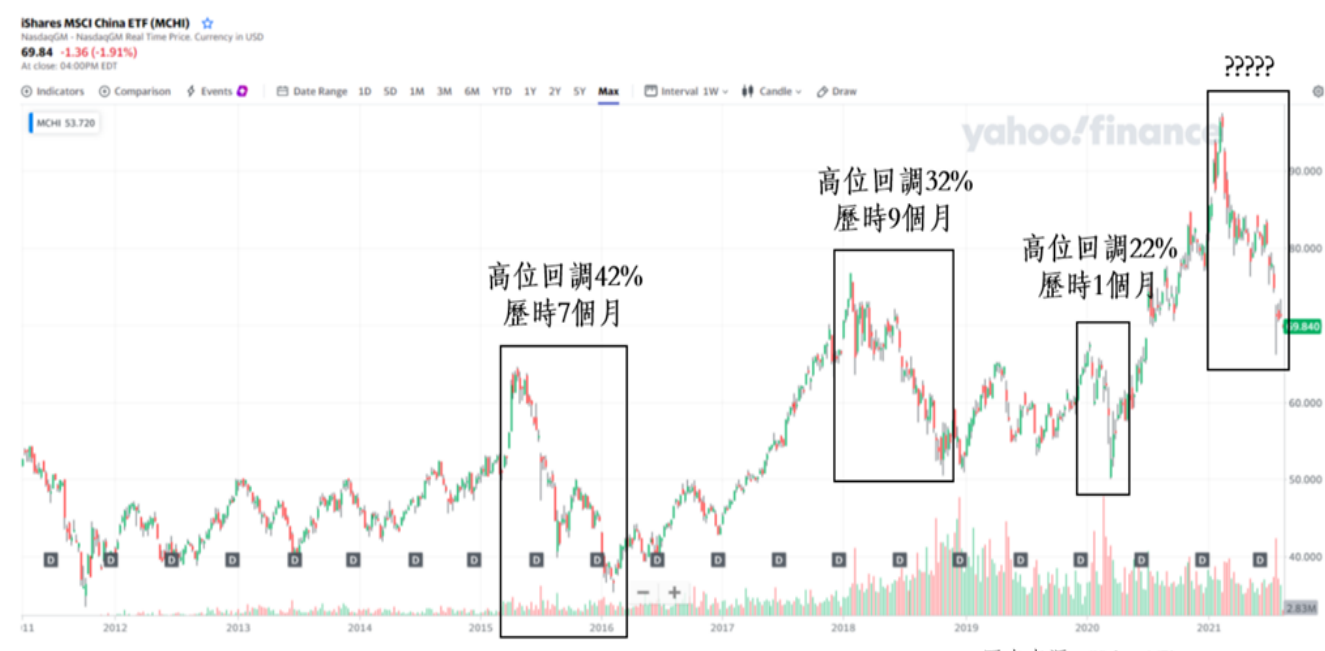
圖表1.

	中國市場下跌 - 主要原因	開始時間	結束時間	日子	跌幅	1年後回報 (美元%)	3年後回報 (美元%)	5年後回報 (美元%)
1	全球經濟放緩及 SARS	02年5月	03年4月	342	-27%	85%	226%	502%
2	中國經濟硬著陸擔憂	04年2月	04年5月	89	-30%	36%	228%	195%
3	經濟放緩	06年5月	06年6月	37	-20%	86%	93%	132%
4	股市危機前折倉	07年8月	07年8月	17	-17%	1%	16%	11%
5	全球金融海嘯	07年11月	08年10月	361	-74%	83%	71%	103%
6	資金收水及主權風險	10年4月	10年5月	46	-17%	23%	17%	71%
7	經濟雙底及債務擔憂	11年4月	11年8月	113	-20%	3%	34%	32%
8	美國增長及歐元區債務擔憂	11年9月	11年10月	34	-25%	30%	55%	65%
9	中國增長及歐債危機	12年5月	12年6月	34	-15%	19%	71%	62%
10	美聯儲收水擔憂	13年5月	13年6月	46	-18%	22%	15%	98%
11	中國債務擔憂	13年12月	14年2月	65	-14%	24%	20%	42%
12	中國融資融券亂象/ 港股大時代	15年4月	15年9月	133	-35%	20%	48%	71%
13	美國加息、人民幣貶值	15年10月	16年2月	112	-25%	37%	65%	166%
14	美國大選不明朗	16年9月	16年12月	92	-12%	58%	49%	
15	加息風險及貿易戰	18年1月	18年10月	274	-32%	14%		
16	新冠肺炎	20年3月	20年3月	14	-19%	62%		
17	中國監管風險	21年2月	至今	180	-33%			
	平均			117	-25%	38%	72%	119%
	中位數			90	-20%	27%	52%	71%

*資料來源：高盛、彭博

圖表2.

這是最好的時代，這是最壞的時代



以上變幅以MSCI China ETF每週收市價作比較

圖表來源：Yahoo! Finance

以今次的中資監管政策風暴為例，股市短期表現令人不安。我們手上沒有水晶球，並不能準確地預測股市最終將會何時見底。但是，根據歷史數據及現時股市估值，對於長期投資者而言，這個或許是一個絕佳的投資機會。在股市大幅下挫後選擇投資，長期投資回報只會更佳。現時越來越多投資者對中國股票前景感到悲觀，我們反而會在此時逐步樂觀多一點。

投資組合最新情況

我們現在持倉分佈在香港及美國市場，其中美國市場(當中沒有中概股)已佔上超過三分之一的份額。針對手上的中資股，我們已反覆根據最新業績、政策情況、估值等多個維度審視，並按照我們過往一直提及的評分框架進行操作。整體持倉不會發生重大變化，因為我們非常喜歡手上的優質企業，並同時對他們的增長具備充足信心。其中核心持股如藥明生物、碧桂園服務等已率先作出盈利預喜，我們預期公司在未來時間繼續高速增長，股價今天的回調只是意味著未來有更大的上升空間。價值投資是長期有效，但是請不要忘記任何長期有效的方法都有短期的波動。我們目標長期投資在那些商業模式出色、行業格局清晰、競爭力強的優質公司上。再優質的公司，股價也必然會有上下波動的時候。我們永遠不能猜透其他市場參與者的人心變化，也很難每次準確地判斷宏觀經濟的走向，我們作為市場的參與者，只能謙卑地把握相對不變的因素— 持續性地審視公司長期創造利潤或自由現金流的能力。如果這些能力沒有改變，那麼公司的股價長期還是大概率向上行，哪怕其中有些時候市場估值會因為人心而變化。只要時間足夠長，股價的上升是早晚的事。但是，我們依然會密切留意事態發展，並積極利用市場的短期不理性波動去增持現有優質股份或趁機優化組合持股，以達至長期更佳的回報。

中國監管政策思維

這次中國政府積極推出各項政策，核心思想還是希望構建一個“共同富裕”之社會，但其目的不是平均主義，政府提出“共同富裕”不是整齊劃一的平均主義，是希望分階段促進共同富裕，肯定了“先富”階段的必要性，以及未來將繼續保持“先富帶動後富”的方式。政府無意扼殺所有行業的發展空間，只是希望企業在實現盈利的同時更有擔當，更考慮其對社會價值的貢獻，而不是單純地依賴規模去搶奪中小企業的生存空間。至於互聯網行業，中國政府始終支持和鼓勵行業創新發展。中國政府是希望規範行業發展，維護公平合理的市場競爭，並非針對資本或特定企業。總體而言，我們認為政策思路是正確的，只是出臺的時間太過密集和倉促，難免會為投資市場帶來較大的不確定性，而我們相信這個不確定性會隨著中國政府落實相關規管而逐步減退。

長綫投資的絕佳時機

在市場動蕩之際，感恩的是我們擁有其他一般投資公司所缺乏之巨大優勢，我們的客戶夥伴是市場中為之少數的優秀投資者，一方面對博立團隊交付巨大的信任，同時也願意付出耐心等待公司價值成長，會以「年」，而不是以「月」或「日」去判斷投資成績，以中長期思維去進行投資。我們會以平常心去作最理性的操作，爭取長期優秀回報。同時，個別客戶夥伴更身體力行加大投資，希望把握市場回調的機會進行長期佈局。

我們將始終如一，堅守價值，創造回報。

聲明：本報告的資料僅作參考之用，並不構成任何投資建議，或構成任何回報保證，並且有關內容可能隨時更新。中原資產管理有限公司相信本報告所載資料是準確及可靠，但不保證其準確性。所有提供的資料及分析源自歷來的資料，閣下不應將之視作選擇投資的全部根據。本公司對任何人士因直接或間接使用此等資料及內容所引起的可能損失或損害並不承擔任何責任。投資者應注意，投資產品價格及其收益可升可跌，過往業績並不代表將來業績保證。中原資產管理有限公司、其董事、管理層、僱員、顧問或員工不會保證投資產品的表現。