



## 2022 Q1 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

承接2021年11月下旬開始的市場波動，2022年開局並不平坦。今年以來，環球各主要市場均出現了明顯下跌。海外市場大幅下跌，主要是對貨幣政策加速收緊的擔憂，而突發的地緣衝突更令商品價格大幅抽升，又進一步強化了通脹預期，進而擔憂過快加息壓制經濟增長。中國市場大幅下跌，除了以上因素外，還疊加了經濟處於下行趨勢。全球市場避險情緒加上中美關係脫鈎的擔憂，資金大幅撤離新興市場，港股承壓更大。

我們一直沉着應戰，儘管未能在期內帶來正回報，但是在較高的現金比例和積極調整倉位下，我們的組合在逆市中控制著虧損幅度。我們的目標依然非常明確，盡力在控制風險的大前提下，達至全年正回報。

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。

### 投資組合最新情況

我們早於年初主動調整組合持倉，按照早前訂立的思路，將組合的成員風格變得更加均衡。我們將部分估值較高、高增長型公司主動出售，騰出資金增持一些具有較長經營歷史、估值水平有一個長期和被驗證的估值區間、具備優厚派息分紅的股份，如中移動（941）、中電信（728）等，這些公司為組合帶來很不錯的防守力，同時也期望能創造不錯的利潤。我們的目標非常清晰，會繼續尋找這類型的投資機會，這些目標公司的估值相對較低，並不存在被“殺”估值之風險，同時具備一定增長潛力及優厚派息分紅，將可以為組合帶來較穩定的收益。雖然我們會繼續留意新經濟、大消費及大醫療等板塊的投資機會，但是我們也不會固步自封，會快速靈活應對急速變化的市場，積極在三大板塊以外尋找一些具備質素、增長潛力、一定防守力的公司。

同時，我們曾提及會積極留意本地零售板塊，並於農曆新年前後相約了不同的公司管理層進行電話會議，交流最新營運狀況。當時，原來的想法是部分零售股有著很不錯的增長前景及派息分紅，業務簡單，不用擔心太多宏觀局勢如中美關係的變化，可控的經營因素較多，唯一最大風險只是新冠疫情。當香港出現了第一宗Omicron病毒的個案時，我們已非常擔心香港有機會爆發新一波大規模的疫情，因為Omicron病毒的傳播力驚人，同時香港的疫苗注射情況並不理想，疊加政府的疫情管控能力較差。可惜的是，我們的擔心成為了事實，香港爆發了非常嚴重的第五波疫情。於是，我們密切關注疫情發生的情況，並暫緩買入本地零售板塊的部署。我們一直耐心觀察疫情的發展，並參考專家們及政府的估計，有理由相信疫情的高峰已見於3月中旬。配合政府推出新一輪消費券及保就業的方案，我們預期本地零售板塊將如過往數波疫情一樣，一旦社交距離措施放寬，市面將出現報復性消費；同時，個別零售股的股價也充分反映了第五波疫情的不利影響，因此我們已率先逐步佈局部分股份，並考慮適時增加倉位。

美股持倉方面，我們的持倉變動不是太多，只是因應估值和市場因素個別地調整比重。我們繼續密切留意美股的投資機會，團隊一直埋頭苦幹做研究工作，只是在美股回調時候，一些心儀的股份還未到達理想的價錢。對此，我們不會非常著急，畢竟在現在變化莫測的市場情況下，穩健遠勝於進取，我們會繼續耐心等待機會。期內，我們首次買入了另類投資公司Brookfield (BAM)，公司主力長綫投資房地產、新能源及基建等業務。客戶的投資期一般最少以6至8年起，讓公司能夠擁有較長期的資本去運營收購回來的產業，以達長期增值。我們自去年年中起已密切觀察及研究公司，透過閱讀多年來的股東年報及所有公開訪問，我們認為其投資策略和表現經得起風浪和考驗，並預期他們在往後數年能夠繼續帶來穩定增長和回報。除了BAM之外，我們也積極研究其他另類投資公司，如一旦發現有同樣優秀的公司，也不排除進一步增持這個板塊。

總體而言，組合現時維持較高的現金水平，我們認為是合適的，會堅持穩打穩扎的步伐。我們更多重視的是組合中每隻股份的盈虧，而不是單純地看倉位的高低。貫穿全年，我們的投資主線會是以守帶攻，先做好防守工作，再尋求機會突破。

### 宏觀局勢風雲變色 逐一拆解最新思路

我們不是宏觀局勢的專家，亦相信市場上很難有哪位專家能夠準確判斷如此錯綜複雜的宏觀局勢。我們並不擁有水晶球，難以準確預測未來的事情發展情況，只能以摸著石頭過河的形式，謹慎地思考，再整合成以下內容供各位參考。

首先，俄烏戰爭方面，我們並不預期會得到快速平息、甚至解決。雙方雖然有就著戰爭問題進行談判，但是我們認為其談判內容分歧不小，同時加上各國的利益攸和，估計各國相互間的衝突短時間內並不會得到有效的解決。我們本著人道主義，當然希望戰爭盡快得以平息；同時，戰爭曠日持久，更加為全球通脹壓力火上加油，同時對「去全球化」影響深遠。俄羅斯是金屬、能源、農產品主要出口大國，烏克蘭亦是農產品出口大國，同時亦是海員大國（佔全球海員17%）。俄羅斯能源主要出口至中國和歐洲，歐洲能源影響較大。

第二，全球會繼續貿易「去全球化」，亦會出現金融去全球化，通脹不是短期問題。供應鏈、油價、食品等通脹問題並不會在短期內解決，反而我們將接著幾個月會繼續看到通脹數字持續飆升。美國10年期國債已經突破2%，同時聯儲局也清晰提到今年將共有6至7次的加息路綫圖，而縮表也即將在年中附近開始，也側面反映通脹不再是“短暫性”。聯儲局局長鮑威爾在3月份的議息會議中提到經濟增長依然強勁，暫時令市場稍稍放下對衰退的擔憂。我們在閱讀不同環球企業的財務報表時，也深刻感受到通脹對各行各業均帶來一定程度的影響，我們在選股時會優先重點關注公司的品牌力量、成本轉嫁能力和對原材料的敏感度。不過，值得注意的是，加息並不一定對股市不好，因為過往歷史上也曾多次出現美股在加息周期上升。我們會密切留意通脹、經濟等因素的變化，同時會為可能出現的滯漲作好提前部署。

第三，今日俄羅斯，明日中國。市場擔心中國會繼俄羅斯之後，在經濟各個層面被西方封鎖，金融市場會受到巨大的衝擊。我們務實地認為中美之間的關係不會和諧，畢竟美國認為中國正在挑戰其全球霸主地位，而事實確實如此。過往數百年來，全球霸主間的權力交替也會伴隨著國與國、陣營與陣營之間的激烈鬥爭，只是現今時代的鬥爭更多是反映在經濟層面、小規模戰爭上，而不是過去的大規模戰爭。我們認為美國會持續對中國進行各方面的打壓（我們在挑選組合成員時也充分考慮這個不利因素，盡量減低這個風險點），但是要美國中短期內以對付俄羅斯的激烈方式去對付中國則是不現實的，畢竟美國政府、以致是美國商界均有巨大的利益在中國。在中港股市已大幅回調的前提下，目前在這個估值水平，除非投資者覺得中國作為全球第二大經濟體將面臨長期生存危機，永遠不再投資這個市場，否則就應該盡量持有手上的優質公司。反過來說，如果中國真的面對俄羅斯式的全方位經濟封鎖，那麼全球應該也沒有哪個主要經濟體能夠避免衝擊。事實上，標準普爾500指數成分公司來自中國的平均收入佔比高達18%。以美國的蘋果（AAPL）公司為例，其接近20%的收入來自大中華區，每年在中國內地銷售數百萬部蘋果手機，顯然受惠於內地的財富增長。該公司是美國最廣泛持有的股票之一，其股價上漲已增加了數百萬投資者的財富。以上例子體現了全球市場錯綜複雜的聯繫，若將中國完全排除在投資領域之外可說是與經濟現實脫節。無容置疑，中國已深深融入當今的全球經濟體系，其經濟規模之龐大已不能被排除在國際金融生態系統之外。

第四，中港股市持續積弱，更多是反映經濟問題。過去一年，中國針對多個行業推出不同的監管政策，直接或間接地影響了地產、教育、互聯網及醫療等板塊。中國市場經歷了異常艱難的投資期，哪怕是一些行業內的優質公司，在政策的洪流下也受到很大的衝擊。執筆之時，中國多個部門均發出聲明，表示會關注資本市場的情況，並且在推出任何新政策前會與市場進行充分溝通。我們認為這是一個政策轉向改善的好苗頭，下一步將會靜觀具體支援政策的出臺。中港股市自去年初見頂後反覆向下，更多是反映了經濟下滑，多個行業被政策的影響而持續不景氣，疫情的反覆也令經濟復蘇腳步緩慢。不過，當股市回調至這個位置，尤其是恒指於3月中旬位於約18,000點附近，股市的整體估值已是2008年金融危機以來最低的位置，當時市場隱含的假設是全球經濟大蕭條，資金全面撤出中國等。基本上風險溢價已經超過2008年金融危機最底部時的水平，當時市場隱含的假設是全球經濟大蕭條。以MSCI中國指數為例，本輪調整幅度（21年2月17日至22年3月10日）超過45%，是近二十年除2008年金融海嘯以來最大的一次調整，遠超2015年、2018年和2021年的調整幅度。針對港股組合，我們傾向擇優持有，汰弱留強，但是無意在市場估值已偏低的位置再大幅增持現金。因為倘若現在放棄持有股票，換成全現金，幾乎是等於我們是在過去10多年來MSCI中國指數的估值最低點，在08年金融海嘯時的第四季放棄投資。

### 當下的投資策略

港股方面，我們會繼續循著首季的思路，先從盈利確定性、低估值、良好派息分紅等角度去選股；同時盡力避開一些會受政策、宏觀局勢影響的公司。縱使市場出現明顯反彈，我們也不會急著大幅增持持倉，因為我們現在只是看到政策的潛在轉向。一個市場要確認見底的話，我們的經驗是要“政策面”、“基本面”及“資金面”同步配合，但是暫時以上因素還未得到確認，我們需要等待更多的資訊來協助判斷市場的終極底部。

美股方面，我們認為可供選擇的優質公司較大，唯一需要留意的問題是估值問題。我們會繼續做好研究工作，靜待機會的來臨，畢竟現在只是第二季的開初，預期今年股市總體表現不會平坦，我們應該有機會把握階段性的回調逐步增持股票。

宏觀方面，我們比較關心的是環球通脹情況及未來出現滯漲的可能性。我們的選股思路會充分考慮以上兩個因素，其中我們對1970年代經濟出現滯漲時期進行了深入研究。我們並不是預期現今經濟必定重演當年的情況，只是我們需要提前心理有一個準備，在選股上、倉位上也要有適當的提前預判。

在當前經濟情況變化較大，局勢內外矛盾複雜的環境下，我們當前執行著行業、地區和風格均衡佈局的策略，不少公司從2-3年的長期去看已經有一個較好和安全的投資價值，我們在低估值模型時，我們也充分考慮疫情前的估值、甚至是以一個長達10至20年的估值區間作參考，這是基於當前通脹和貨幣環境來看更為審慎的尺度，不能以疫情放水帶來的估值提升視作常態。最後，我們的整體投資框架會更加平衡，不單純地偏重在高增長行業及公司上，盡力減少組合虧損，在黑暗時期堅守下去，靜待黎明的來臨。

### 變幻才是永恆 投資市場適者生存

我們希望藉此再次感謝每一位客戶夥伴，你們用極大的信任將資金交託予我們管理，尤其是在市場動盪不安之時。我們從來覺得投資很難，因為市場不斷在變化，今天的成功並不代表明天的成功，但是今天的失敗也不代表明天的失敗。我們去年跌倒了，未能在期內為客戶夥伴帶來正回報；但是我們並沒有因此而失去信心，反而是一直在反省，思考哪些地方我們做得不夠好，可以作出改善。

我們在宏觀局勢上需要加強認知，除了繼續主力用“由下而上（Bottom-up）”去選股，也同時需要用“由上而下（Top-down）”去衡量整體倉位方向和選股準則。另外，我們在維持中長綫投資的投資風格的同時，具體操作上會適度提升一點靈活性，更加動態地調整組合構成。

投資很難，時局艱難，但是更加不能不投資。自2008年金融海嘯後，大家更加能夠感受到資產價格膨脹的影響，貧富懸殊只是日益嚴重，越不投資、越會被龐大貨幣洪流沖掉。“越爛的牌就越要弄心機打”，不打不代表贏，只是代表未打先輸。我們會盡力做好防守工作，同時繼續用好客戶夥伴交託的每一分、每一毫。當市場出現多種負面因素重挫信心時，我們還是要客觀冷靜地指出，否極泰來是市場的慣常規律。我們不會輕易放棄，反而會遇強愈強，這樣才不辜負重託。

我們稍後將會在4月中特別為客戶夥伴召開一場視像研討會（請留意稍後的確實通知），希望在如此波動的市況下多給客戶夥伴一點信心，以我們的最開放、最透明的態度去解釋博立的2022年Q2的投資思路和選股方向，讓大家堅守信念一同向前邁進。

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時的資料，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、顧問或員工不會保證投資產品的表現。

© 中原資產管理有限公司。版權所有，翻印必究。