



2022 Q2 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2022年第二季投資市場依然波動，一些困擾市場的情況沒有明顯改善，如通脹繼續高企、俄烏戰爭依然呈膠著狀態、供應鏈還未完全恢復等；但另一方面，我們已看到中港股市出現轉機，隨著上海等城市疫情緩和，中國政府陸續微調防疫政策和加速出臺刺激經濟的政策，中港股市表現明顯優於外圍各地市場。港股作為博立一個主戰場，我們樂見其投資氣氛得到改善，並預期可以把握到相關的機會，為組合創造利潤。

過去一季，我們繼續沉著應戰，儘管未能在期內帶來正回報，但組合在逆市中努力控制著虧損的幅度。我們的目標依然非常明確，盡力在控制風險的大前提下，將虧損逐步撫平。

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

我們的組合現時風格均衡，其中防守型股份依然佔上一定比例；但是我們在第二季尾段開始逐步增持個別的中港股票及指數基金（ETF），原因是看到內地的防疫政策出現微調，同時也清晰看到中國政府非常著力地“救”經濟，推出一系列的措施去扶持房地產、汽車等行業。中國在早於2021年初提前從寬鬆的經濟周期走向緊縮，逆環球周期而行，因此中港股市自去年年初的高位輾轉下滑，但是現時政策已出現了轉折變化，逐步回到寬鬆的經濟周期，這有助市場的信心和氣氛恢復。但是，由於環球多地受累通脹高企，反而逐步走向緊縮的經濟周期，我們預期市場好一段時間會出現“東升西降”（中港股市明顯優於外圍）的狀態，因此我們會將投資目標集中在港股市場。

美股持倉方面，我們第二季主力以減倉為主，主要是因應宏觀經濟變化而對估值作出調整，個別地調整比重。期內，部分美國公司在業績公佈時提到通脹對成本端的負面影響，宏觀經濟出現轉弱等訊息，我們會密切留意各大經濟數據、公司業績及聯儲局的聲明和指引，並作出相應的行動。我們不會盲目期望通脹將會在短時間內回落，我們甚至預期通脹會在好一段時間維持在高位，同時美國及全球經濟會逐步出現沉重的壓力，聯儲局要在通脹和增長之間維持良好平衡絕不容易，因此我們會傾向以較低倉位適度參與美股市場，靜觀其變。

總體而言，組合在做好防守的工作的同時，會善用現金去參與中港股市的潛在機會。我們應會在第三季進一步降低現金比例，但請放心的是我們會非常重視組合中每隻股份的盈虧，有必要時會較為機動地操作，靈活地在控制風險的大前提下賺取回報。

宏觀經濟的四種潛在出路

今年以來，宏觀事件主導了投資的主要收益，我們作為基本面投資者，在投資部署遇上不少的困難和衝擊。以往，我們用基本面挑選到一些優質增長型股票，只要行業發展正常，公司執行力佳的話，股價呈正面發展是大概率的事。但是，到了今年，宏觀局勢下不可控的因素太多，莫說我們做投資的感到困難，公司管理層同樣也面對各式各樣的挑戰，股價大部分的變動取決於宏觀因素變化，反而基本面的驅動只是少數。

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。環球經濟現在就像處於十字路口，很難有人能準確指出那個出口才是正確的，我們只能以摸著石頭過河的形式，謹慎地思考各個情況發生的機率，以及相應的行動策略。我們嘗試整合思路並分享供各位參考：

第一情境，通脹成功受控，環球經濟增長維持在不錯的水平。這是一個最佳的情況，環球市場將在這一輪回調後重新進入穩定升勢，市場會繼續樂於追逐風險。如果是出現這個情況的話，相信對於市場參與者而言是快樂的問題（Happy problem）。

第二情境，通脹維持高企，但是聯儲局成功在加息的同時保持到經濟的增長。這是聯儲局非常希望能夠做到的事，歷史上在格林斯潘年代也成功做過。這次要視乎通脹問題是否真的主要由戰爭、疫情和供應鏈等問題引致，倘若以上提到的問題逐步改善，同時經濟在加息大框架下稍稍降溫，通脹應該會逐步見頂回調。我們最近的觀察所得，無論商品、糧食期貨及航運價格等一同回落，會密切觀察通脹是否已見到階段性頂部，通脹有否機會在今年第三季到達頂峰。

第三情境，通脹維持高企，環球經濟增長疲弱，出現類似70年代的滯脹。我們上季度的評論中也提到我們於年初時已深入研究滯脹時期的情況，務必要留意的是該段時期的通脹數字曾經出現數次的升跌浪，同時股市在其中也曾出現大型的升跌浪，若能把握當中的變化也能取得不錯的投資成績，但是整體市場還是處於長期橫行狀態，直至最後通脹完全受控，股市才會開展一個全面的升浪。

第四情境，環球經濟增長大幅放緩，直接進入衰退。我們很久也沒有經歷衰退，或許過往的衰退發生只會維持一至兩個季度而已，因為各國央行自2008年金融海嘯後均會在每次經濟出現危機時毫不吝嗇地以「印銀紙」方式救市。但是，這次倘若經濟出現問題，市場擔心各地央行在如此龐大的資產負債表下再難以大力「放水」救經濟。

以上四個情境的發生機率不一，我們無法準確判斷最終會走哪個方向，雖然以現時情況，我們認為第三情境的發生機率較大，但是在部署上已經為各個情境均預備上一套作戰計劃，同時密切觀察市場的發展情勢，有需要時機動和靈活地調整倉位和股票構成。我們暫時對市場依然是審慎，因此整體部署是以守帶攻，在維持防守陣型上適度加入進攻部署。

但我們務必要指出的是，環球經濟變化雖然會影響到中國經濟及股市走向，但是其影響應該會較為輕微，主要是因為以下數點：1) 中國的糧食準備充足，勞動力供大於求，經濟才剛從緊縮逐步走向寬鬆，通脹壓力不大；2) 中國政府的工具箱還有「子彈」，可以透過不同的財政及貨幣政策去救援經濟，有機會部分抵抗環球經濟的逆周期；3) 中港股市已經經歷了歷時15個月的回調，以港股為例，從21年3月高位計最多跌幅達41%，無論時長和深度均已經充分反映市場的悲觀情緒，我們實無需在如此水平再過份悲觀。只要我們理性看待估值，不被市場牽著走，同時願意在市場較差的時候，分段買入心儀的風險資產，長期而言應該能夠戰勝市場。

當下的投資策略

港股方面，我們會積極尋找投資機會。上次季報提到我們會如何判斷市場已見底，一般會以“政策面”、“基本面”及“資金面”三個維度作觀察，現時中港股市已經明顯看到政策面的改善，而基本面也因為估值下跌了而存在收復的空間，現在只剩下資金面還未明確出現變化。我們有理由相信市場已過了最差的時候，同時主觀地認為今年3月份的位置或許是全年的市場底部，我們會以此作為投資的依據，逐步增加持倉。根據過往經驗，市場的信心恢復是需時的，股市很難在短時間重回高位。一般而言，市場的第一階段上升會率先以指數相關之股份作帶領，然後再於第二階段才擴大至其他非指數類的股份；而由於博立的原來持倉較多是集中非指數類股份，因此在市場回升初期我們反而受益較少，但是我們有信心在往後的時間裏逐步追上步伐，當市場重回選股為先（Stockpicking）的狀態下，我們應會呈現更佳的表现。也正是因為市場現時處於第一階段，我們最近為組合加入一些指數基金（ETF）作為先頭部隊，並預期稍後在第二階段才逐步將指數基金（ETF）換出，換入其他非指數類產品。

美股方面，我們依然認為估值回調的壓力較大，宏觀經濟絕不明朗，因此還未到可以大舉出擊的時機，暫時只傾向持有少量具備長期經營歷史、經營優秀的長期贏家，以觀察的心態留意市場的變化。除非估值在現階段進一步大幅回調（10-20%），或許直至我們明顯看到市場出現轉向，才會大幅增持股票。

現時，我們每周都至少與一至兩家公司進行電話會議，部分是組合中已持有的公司，部分是潛在的投資新貴，一旦我們發現了機會，我們會果斷地增持目標股份。但是，我們的選股亦會充分考慮環球通脹情況、甚至是經濟出現滯漲的可能性，盡量挑選一些公司較少受宏觀情勢影響，同時估值存在較高的防守力。

博立成立5周年 繼續以誠信和專業做好管理工作

綜觀環球投資市場，我們從長期看有足夠的理由樂觀，但短期來看市場依然處於悲觀情緒的慣性中難以自拔，而且很難說這個市場拐點到底在哪裡。

實際上，市場沒有人（包括我們）能有水晶球，我們只能努力地研究公司的商業模式、發展前景和經營質量，以及把握其估值水平和賠率大小。但短期而言，特別是現時錯綜複雜的市場裡，宏觀局勢、政策及消息佔據著主導，波動異常，我們能力範圍內也很難完全把握。我們已經盡力在選擇受宏觀局勢影響較小的領域，在多變的市場尋找不變的因素，從中發掘投資機會。

我們所選擇的公司均是優秀的，並且在當前的價格已有較高吸引力的估值和賠率，尤其是中港股市的估值也接近歷史的底部。但是，我們無法預知影響市場預期的內外因素會否繼續演變成更差的環境。我們能夠做到的只是聚焦在優秀公司上，希望時間是我們的朋友。

今年7月，博立已成立了5年，我們衷心感謝這段時間每一位對博立投入信任的客戶夥伴。從博立建立之初，我們的目標一直非常明確，希望這個投資品牌是以長期思維建立，以坦誠和開放的態度與客戶夥伴合作，成為大家心目中信賴的投資品牌。這5年來，我們走過高高低低的旅途，但是一點很重要，我們保持著勝不驕、敗不餒，盡心盡力地做好管理工作。今年投資市場很不容易，但當管理著客戶夥伴的資金，很確定的是，我們會選擇留在市場裡，繼續堅定持有中長期看好的優秀公司。

我們稍後將會在7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年下半年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。