



2022 Q4 中原博立投資組合經理評論 - 致客戶夥伴的信

2022年全年投資市場表現波動，除了美元以外，幾乎所有資產均錄得不同程度的下跌，連一直以引領市場為傲的美股也錄得自2008年以來最差表現的一年。執筆之時，一些困擾著投資市場的因素還未消退，譬如通脹維持高企、美聯儲繼續收緊貨幣政策、俄烏戰爭依然呈膠著狀態等；但另一方面，我們已清晰看到中港股市出現轉機。過去3年，推動港股向下的三座大山，分別為內房市場的三條紅線、涵蓋不同行業的政策監管及打壓、以及全球最嚴厲的動態清零防控政策，如今都已獲得不同程度的修正甚至逆轉。因此，無論是從資金流向來看，還是從國家宏觀經濟政策上來看，中港股市表現自11月起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。

過去一年，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。以9月及10月為例，港股分別大幅下挫-13.7%及-14.7%，但是同期博立的投資組合只下跌-6.6%及-3.2%，跌幅遠低於大市。我們於2022年首10個月持有較高的現金水平以控制風險，但其後11月看到以上提到的正催化劑逐步出現，我們才陸續將倉位提升至現時近8成的水平。我們認為2023年的投資前景「能見度」有所提升，並預期我們將可以有效地運用自身的選股能力，在控制風險的大前提下，將累積虧損逐步撫平。

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

我們的組合現時持股比例近8成，其中中港股票佔比較高，大約佔持倉2/3左右。我們自11月起陸續增持中港股票，其中以互聯網、消費、中港股票及指數基金（ETF）為主，原因是確信清零政策已徹底放棄，不會亦無法再走回頭路，股市在經濟數據最差時出現逆轉拐點，而中央經濟工作會議則進一步確定了今年「拼經濟」的政策核心。同時，配合官媒對內房、互聯網等重監管行業開始逐步放鬆，中國經濟今年將有望出現明顯的復蘇。中國從長達兩年的緊縮周期正式進入寬鬆周期，逆環球周期而行，因此我們可以預期至少2023年上半年，中港股市會明顯優於外圍，呈大漲小回的格局，我們會將投資目標集中在港股市場。

美股持倉方面，我們第四季內變動不多，只是少量增持個別股票。美股的估值相對較高，一些目標公司的股價還在高位附近，因此值得買入的機會還未出現。未來一年美國較大機會出現經濟衰退，但是衰退幅度還是眾說紛紜，如果這場衰退不是如市場預期般的“Soft Landing”，估計美股盈利和估值還有被下調的空間。我們會傾向以較低倉位適度參與美股市場，靜觀其變，不會急著入市。

總體而言，組合會逐步善用現金去參與中港股市的潛在機會，預期現金比例會進一步降低。

投資環境有“Sea Change”，低利率不再是常態

巴菲特極為推崇的價值投資者Howard Marks最近撰文指出：市場大不相同了，現在我們或許正在經歷他入行53年以來的第三次巨變“Sea Change”，未來數年利率大概率在2%至4%時間，過往成功的投資策略未必仍將出色。

這一代投資者過往賺取的收益，或許有很大部分是受益於利率大幅下降帶來的紅利。利率下降會帶來什麼影響？主要有以下：

- 1) 通過降低消費者信貸的成本，與企業投資設施、設備和庫存的成本，加速經濟增長；
- 2) 向借貸者提供補貼，以貸款者和儲蓄者的利益為代價；
- 3) 降低企業的資金成本，從而提升企業的盈利能力；
- 4) 提高資產的公允價值，以現金流折現的方式計算的話，折現率越低，現值則越高。因此，當利率下降時，市盈率和企業價值等估值參數均會上升；
- 5) 降低了投資者對潛在投資的預期回報要求，因而提升了其願意支付的價格；
- 6) 資產價格的提升創造「財富效應」，人們感覺自身更富有，更願意消費；
- 7) 通過提升資產價格和降低借貸成本，為使用槓桿的人帶來致富機會。

但是，這一切在過去一年左右的時間急劇發生轉變，一些過往長期壓低利率的因素彷彿已發生根本性的改變，譬如來自俄羅斯的低能源價格、中國的廉價出口、高度全球化的互惠互利式合作等。Howard提到未來幾年通脹、利率等因素是影響投資環境的主要考量。從最新的美國經濟數字中看到，通脹應該已經見了階段性頂部，但是這並不代表通脹將快速回落，因為這次的通脹成因一方面受到以上提到的因素影響，另外也受到美國強勁的勞工市場影響，通脹看似非常「具黏性」。Howard判斷通脹很可能維持在高於全球金融危機後我們習以為常的水平之上，至少一段時間內將會如此。美聯儲似乎有可能放緩加息的步伐，但短期不太可能恢復刺激性政策。因此，他認為未來幾年利率將維持在平均的2%-4%的水平，而不是0%-2%的水平，通脹很可能將維持在高於金融危機後我們習以為常的水平之上。

通脹和利率極有可能仍是影響未來投資環境的主要考量因素。因此，我們博立作為投資者，應該要思考未來的投資框架是否應該較以往作出改變。我們已不預期利率會在短期內回落，也不預期估值會恢復至2020年的水平。反而我們在作出基本分析時，會考慮更高的利率（譬如歷史長期的4-5%）、參考更長期的經營歷史及預期股價的升幅是由盈利驅動，而不是由估值驅動等因素。因此，縱使博立會持續聚焦增長股的投資，但是也會充分考慮到市場風格的轉換，一些高速增長型（盈利基數較低、甚至未錄得盈利）股票未必一如以往會受到市場青睞，反而我們會聚焦投資在一些盈利基數較高、現金流強勁、經營歷史穿越牛熊的複利增長股上。

當下的投資策略

2022年中國經濟已見周期性底部，復蘇已正在出現；同時，港股市場也有望在10月見了階段性底部，因為這個市場底部基本上將所有對中國經濟猶豫或擔心的資金全部震出，剩下的資金將是股市最堅實的長期支持者。這次復蘇並不會是一個只有數星期的經濟恢復，而是一個起碼長達多個季度的復蘇。我們會特別關注以下板塊的機會，其中重點包括互聯網、消費及醫藥等。互聯網方面，我們認為過去的監管風險是助力消除過高的估值，現在已完成去泡沫的過程。同時，監管的高峰已過，無論從政府各部委、官媒及管理層的評論中也可以看到短期內應不會再有新「不確定性」出現。再者，各互聯網巨頭均在做「降本增效」，從他們的2022年Q3財報中已清晰看到在節省開支下，哪怕是收入沒有增長，盈利也有恢復的情況，更何況是2023年經濟將再度回暖，互聯網也會受惠。而消費則是貫穿全年的受惠者，當然不同類型的消費股受惠程度略有不同，但是基本上方向也是一致的。最後，醫藥方面，我們認為政策風險已陸續消退，現在也獲得重新留意的價值，我們會逐步考慮加入個別股份作中長綫投資。

美股方面，經濟前景不明朗，我們依然認為估值回調的壓力較大，還未到可以大舉出擊的時機，暫時只傾向持有較少倉位，以觀察的心態留意市場的變化。除非大市或個股估值在現階段進一步大幅回調（10-20%），才會考慮大幅增持股票。

衷心感激與博立風雨相隨的客戶夥伴 定必回饋一個更好的表現

這兩年投資市場環境相當艱難，博立的投資表現也未如人意；但是，我們從來不會以市場艱難作為藉口，這兩年來我們不斷在調整投資思路，不斷在加強團隊自身欠缺的知識，不斷在控制好風險的同時盡力持有優質公司。市場的變化很大，但是我們博立也勇於求變，我們深知道得到每一位客戶夥伴的信任從來也是得來不易，因此我們非常珍惜，同時我們最佳的回報方式就是努力把表現做好。

投資市場這麼艱難，大部分客戶還是選擇留下，一方面是相信股票長期是值得分配投資的資產；同時也是選擇相信我們團隊，認為我們長期能夠創造表現。短期的表現不佳會帶給我們壓力，但是同時也給予到我們充足的動力，我們會繼續盡心盡力地做好管理工作。

我們稍後將會在1月中為客戶夥伴召開一場視像研討會（請留意稍後的確實通知），解釋博立的2023年上半年的投資思路和選股方向，讓大家同心向前邁進。

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。本公司對任何人士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。