



## 2022 Q3 投資組合經理評論- 致客戶夥伴的信

今年總體市場處於一個極度震盪的格局，我們博立管理的投資組合在今年的頭9個月中，沒能取得正回報，這也是組合成立以來相對和絕對表現而言比較弱的一個階段。我們深切理解各位客戶夥伴的擔憂，作為管理人，我們責無旁貸要負上責任，同時我們在承擔起壓力的時候也不斷檢討投資策略及調整組合的構成。

不過，希望各位客戶夥伴可以理解，我們已盡力保護你的組合資產，減低下跌幅度。對於當前市場的艱難時刻，我們認為這是考驗價值投資者信念的時刻。全球股市今年的波動相當驚人，美股各大指數均錄得2成至3成的下挫，有些股票（包括一些巨企如Nvidia、Adobe、Nike等）更從年初開始下跌超過4成至5成，這是近年來少見的歷史時刻。中港股市也是乏善可陳的，在嚴格執行清零政策下，各個行業的基本面是相當的艱難，也反映到股市的估值和盈利情況上，港股自2021年3月見頂後，已反覆回落長達18個月，投資氣氛暫未見改善。

在此，我們希望透過這封信件，來說明目前組合的投資情況，以及對當下宏觀局勢的觀點和思考，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

在這季度中，港股錄得巨大跌幅，其中恆生指數於期內急挫-21.2%，而我們的組合亦未能幸免需下跌高單位數，但由於組合持有較高的現金水平及個別防守型股份的貢獻，跌幅遠較市場為少。

我們於期內的操作不多，主力是進一步減持股票，提升現金水平，以加強組合的防守力。其中，我們減持了持股如騰訊（700）、比亞迪（1211）等股份，他們各自面對其主要股東減持的壓力，我們認為他們在中期難有好表現，因此寧願先減持以待更好的時機重新進場或者轉投其他更具潛力之股份。

我們曾於上季預期中港股市有機會受惠“東升西降”，但是最終看到中國依然堅持走清零路線，同時房地產等行業還未看到任何曙光，經濟大環境依然嚴峻，也進一步傳導至股市之中。我們做法上是盡力保持靈活性，也勇於接受錯誤，盡快作出修正（減持相關ETF持倉）以減少損失。美股持倉方面，我們維持謹慎態度，畢竟美國還是處於加息周期，疊加收水周期，美股的估值有一定壓力。我們只持有一些打算長期擁有的優質股份，並期望在股市進一步下挫時才適度增持。

### 我們現在處於跌市的什麼階段之中？

無論以什麼角度去判斷也好，我們現在必定身處於熊市之中。在論述我們的觀點之前，我們應該先回顧一下現在市場面對著什麼的風險因素：

我們認為主要有以下幾個方面：

1. 疫情，尤其是中國地區會否在「二十大」之後逐步放寬防疫政策；
2. 地緣政治，其中包括去全球化、俄烏衝突、中美關係、東亞地區等政治不確定性；
3. 以美國為首的環球央行加息和收緊貨幣政策，新興市場持續走資；
4. 歐洲多國經濟淪陷；
5. 環球經濟步入衰退邊緣

對於以上的風險因素，客觀地看，全部較難於短期內被解決或者得到一個完美答案；但是向好的方面去想，股市總是走在事情發生之前，以上的風險或多或少已經在股市價格中反映（Priced in），因為現在幾乎全球的投資者都已經把加息、衰退等字眼掛在嘴邊，我們並不是說股市不會在現水平再跌，只是希望指出市場已不斷將以上因素考慮在內，因此環球股市才會於今年錄得較差的表現。

其次，我們下一個問題需要問的是：我們現在處於跌市的什麼階段之中？是早期？還是中後期？這將大大影響到我們的部署和策略。倘若我們翻查過往的跌市紀錄，不難發現股市一般會經歷以下的下跌階段：

1. 非盈利的科技公司股價下跌
2. 估值重置 - 殺估值
3. 大型科技公司股價下跌
4. 盈利被不斷下調
5. 市場進入最後下跌階段（幾乎所有行業均下跌）- 殺氣氛
6. 新牛市重臨

如果我們參考美股的指數和個股表現的話，我們應該已進入以上第4及第5個階段，即是市場已進入跌浪的中後段（殺氣氛），因為原來上半年表現很不錯的資源類、健康護理類股份於最近也反覆下挫，當最後的強勢板塊也倒下，這反而是一個正面的訊號。配合我們以估值看，看過去20年S&P指數於熊市中的表現，熊市中PE的底部大約為14.4倍。現時市場綜合估計的S&P成分股EPS為236，如果我們以14.4倍作為參考的話，指數有機會跌至3,398點（比9月底收盤價跌-5.2%）；如果我們更保守一點，考慮S&P成分股EPS可能被進一步下調，指數有機會跌至30,000點附近（比9月底收盤價跌-16.3%）。可幸的是，美股現在佔組合的比重不足20%，同時我們持有的均是國際性頂級企業，如果美股優質企業有大平賣的機會，我們是樂於成為購買者！

至於港股方面，由於市場早已率先調整，歷時18個月的回調，從21年3月高位計最多跌幅達50%以上，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，估計向下的壓力將會遠少於美股。

因此，我們預期未來3至6個月或許是市場氣氛最黯淡的時刻，但是危機之中永遠孕育著新的機會。既然已經在危機之中，我們反而不應該退縮，而是應該冷靜思考未來該如何做，如何把握這次機會為未來數年的投資期打好一個堅實的基礎。

### 當下的投資策略

我們在第四季會繼續維持較低的持倉水平，繼續做好風險管理；同時我們傾向不會在資產價格相對低迷下刻意減持股票，除非個別公司的基本面或經營方針出現突變，否則我們會盡力持有優質資產。市場或許會進一步下跌，但是我們有信心組合將會錄得遠少於大市的跌幅，我們也會在心理上和行動上隨時準備增持股票，充分利用組合現金比例較高的優勢，因為市場繼續下跌的話，將會帶來更佳的長期投資機會。或許有客戶夥伴會疑問，為何不選擇直接沽空股市呢？我們只能說這是「知易行難」，現在的政經形勢如此不明朗，任何絲毫的改變也能夠令市場波幅大增，極難把握當中的轉向。以過往2000年科技股爆破為例，歷時18個月的跌幅內曾出現3次大型反彈，反彈力度分別是+32%、+41%及+45%，稍一不慎，沽空不但不能帶來利潤，反而有機會令損失增多，因此我們寧願將精力和時間投放在研究和準備工作上。

執筆之時，美國10年年期債息已上升至接近4%的水平，這將影響到各類資產價格的估值，畢竟過往市場對於無風險利率的估算可能只有2-3%，而今時今日將需達到4-5%，整體估值將會被下調。因此，我們在做估值模型時，也會充分考慮公司自身的長期估值水平，以及於過往處於利率較高（2008年之前）時的歷史估值，避免買入一些有機會被「殺估值」的公司。

宏觀方面，我們會特別留意通脹的變化及中國內地清零政策的走向。通脹方面，數字暫時還是在尋頂階段，但是我們傾向通脹急升的階段已過，因為從航運、能源以及商品價格的走勢上，我們已留意到這些影響通脹的成本逐步回落，通脹或有望在第四季度見到階段性頂部，但是這個頂部應會維持一段時間，然後才可能逐步回落。清零政策方面，中國將會10月16日召開「二十大」，我們不預期會議後會立刻迎來清零政策的180度改變，但是會密切觀察政策的走向，中國經濟的生命力並不差，疊加投資市場估值處於「地板價」，稍微的政策放鬆也會引來一波很不錯的升浪。

儘管面臨市場眾多的不確定性，我們依然認為有一些板塊值得長期關注或者在稍後價格低迷的時刻積極佈局。其中包括科技行業，我們深信企業上雲將會是不變的趨勢，當中增速或許會隨著經濟環境變化而波動，但是整體還是呈上升趨勢；同時，在2020新冠疫情後政府、企業及大眾均已更適應數字化生活，甚至樂於享受數字化帶來的便利。我們認為個別雲服務供應商將可以長期受益於這個趨勢，並將進一步成長和建立深厚的護城河。

其次，我們也加入新能源行業作為重點研究對象，因為俄烏戰爭令到更多國家意識到穩定的能源供應、擁有一定的獨立性是非常重要的。太陽能、風能、儲能及電池均是我們的研究方向，但是由於他們的估值普遍偏高，我們期望在市場回調時再買入作中長期投資。

### 黑暗總會過去 耐心等待黎明的來臨

這一年多以來，相信無論是客戶夥伴，或者是我們管理團隊也好，每一天也過得很不容易。因為投資市場陰霾密布，危機層出不窮，幾乎很難用常理去判斷一家優質公司的短期股價走向。這是博立成立以來（我們今年7月剛踏入第6個年頭）最困難、最黑暗的時期，但我們依然衷心感激每一位堅持與我們同行的客戶夥伴，前路縱使艱難，但是我們絲毫並未失去信心，依然渴望能夠在往後的時間打好反擊戰。

倘若以一場球賽作為比喻的話，我們上半場踢得不好，宏觀政經因素這個對手也很強，現在是落後之中；但是我們這支球隊，無論上至教練，下至每一位球員，均正面地迎戰對手，並期望在往後的下半場打一場「逆轉勝」爭氣波。

最後，我們想引述著名投資者、惠理基金聯合創辦人葉維義先生的一段分享：「惠理沿用了多年的價值投資信念，不會因為一次打擊而放棄。舉個例，我每年都會去三藩市。我很喜歡這個城市，不會被三藩市某一年地震嚇怕。但有些人可能第一次去三藩市就遇上地震，因為害怕就以後不再去。惠理不會因為特殊的一年而改變信念。」他這段分享是於2008年金融海嘯後接受訪問時提到的，惠理基金也曾於2008年變現欠佳，但是最終於2009年市場回來時，再一次締造佳績，大幅跑贏基準指數。

縱使我們這一年多以來的投資表現並不理想，但是我們卻沒有因此而失去信心，反而藉此機會積極提升自身對宏觀因素的觀察和判斷，我們深信這些提升會對博立長期的業績有莫大的裨益。結合我們長期的投資業績來說，我們希望這段黑暗的時間會逐步過去，希望大家保持一定的定力，我們會盡力把失去的追回來。

我們稍後將會在10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與客戶夥伴分享我們對市場最新看法。

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。所有引用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、顧問或員工不會保證投資產品的表現。

受證監會條例監管所限，部分內容因牽涉投資表現略有刪減，還請見諒。

© 中原資產管理有限公司。版權所有，翻印必究。