



2023 Q3 中原博立投資組合經理評論- 致客戶夥伴的信

投資市場一直期盼中央會推出大型刺激經濟方案，但暫時我們只能看到一些局部的措施，刺激力度有限。我們認為中央的總體思路是不希望跟隨西方國家的舊路，不斷加大財政赤字，繼而引發巨大的通脹問題；中央是希望以較長期的思維去應對國內的經濟問題，類似以中藥治理病人的身體，而不是以西藥猛藥治療、帶來更多副作用。

現在的資本市場已非常一致性地「Consensus」看淡中國，但是我們卻認為現階段不宜再過份看淡。因為我們從多方面的數據中（如PMI、消費數據、原材料物價等）已看到中國的實體經濟正在陸續回穩，只是邊際改善的速度較慢。近月，我們曾數次到內地考察，一些餐飲行業的消費非常火爆，甚至在節日假期的銷售額已超過疫情前2019年的水平。中長期而言，中國面臨的問題依然不少，地產泡沫爆破、人口紅利消失、與西方國家關係緊張等還需逐一解決，但無礙我們認為短期內投資市場已大幅反映「Priced in」眾多不利因素，令市場估值已被壓抑至一個較低的水平。

至於宏觀方面，最近的通脹回升及債息急升也令市場擔憂。通脹方面，我們較關注的是美國的核心通脹（PCE），核心通脹數字還是處於健康的水平，也令聯儲局有較大空間迴旋，加息的壓力或不如外間想像中大。當然，近年宏觀因素主導投資市場，我們會繼續留意油價、工資升幅等因素，並不排除隨時修正我們的看法。至於債息急升，我們也密切關注事態的發展，並參考市場主流的觀點，分享如下：

1. 環球出現結構性變化，包括長期通脹處於更高水平、去全球化、更高的國防成本、能源轉型、社會福利增加、員工議價能力更強。
2. 中國等其他國家在財政上與美國脫鉤、對美國管治憂慮上升、財政責任及政治分歧日益擴大，均導致美國評級被降。
3. 日本結束孳息收益曲線（YCC）政策，將會增加日本國債相對美債的吸引力，而目前日本投資者是美債的最大海外買家。
4. 面對32萬億美元債務及不斷增加的赤字，以及更高的再融資利率，國債供應將會增加，而當新發行國債與緊縮政策同時實施，很難想像市場如何在不大幅提高利率的情況下，吸納如此龐大規模的新國債。

債息上升會影響資產價格的定價（對股市負面），也會影響資金的流向。但是，這並不代表我們完全看淡股市，因為我們永遠無法確切掌握債息的走向。現時市場密切關注債息的上升，但是反過來說，債息於明年是否一定走得更高或者維持在高位？會否出現以下情況，譬如美國明年進入財政緊縮，導致市場進入衰退，美國債息進而顯著下降，導致美元也轉弱，甚至利好海外資產如中港股票等？答案永遠是不確定的，市場亦從來不能長期作出準確預測。不過，我們會密切留意宏觀因素的變化，同時也會遵循以下的方式去建構投資組合，以平衡風險和回報：

1. 非常重視估值，博立會以最少10至20年的估值數據去衡量估值，並且以相對保守的估算去衡量公司未來增長，並期望在估值的較低位置才介入目標股份，以減低風險；
2. 繼續重視企業的發展前景、審視管理層質素、察看行業變化等；
3. 投資組合會混合幾個類別的股份，以分散風險，其中包括高息股如電訊股、佐丹奴等；增長型股份如中美科技股、比亞迪等；複利增長消費股如Apple、Coca-Cola、Pepsi、Visa等；

在剛剛過去的第二季，遺憾的是我們身處的投資環境依然未見明顯改善，博立作為長倉式的投資組合，較難在期內取得正回報，但是我們一直努力地做好防守工作，相較市場上主力長倉投資中港股票的具代表性同業，無論長期或短期，跌幅已明顯較少。正如我們上季所述，現時的大方向是陸續將美股的比例提高，以成為組合的主力；而中港股票改為輔助性市場，持股偏重於具備質素之國企或者一些擁有穩定業務或者高派息之民企。至於持股方面，現時組合中持有均是我們心儀的核心持股，除非個別股份出現重大業績變化，不然持股會相對穩定，成交亦已逐步回到較低水平。

我們稍後將會在10月中為客戶夥伴召開一場視像研討會（請留意確實通知），解釋博立2023年第三季的投資情況和接下來的投資方向，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。