

基金經理問答

堅守全球新興市場中的 投資基本原則

2022 年 4 月



Rasmus Nemmo
投資經理

Rasmus 於 2016 年加入首源投資團隊，現時擔任首域盈信全球新興市場核心策略的基金經理。



Naren Gorthy
高級投資分析師

Naren 於 2014 年加入首源投資團隊，共同擔任首域盈信全球新興市場核心策略的基金經理。

過去數年，全球新興市場投資者面對一系列挑戰，包括疫情大爆發、局部封城措施及全面的旅遊限制。現在，俄羅斯與烏克蘭之間的衝突升級，觸發投資者憂慮歐洲及其他國家會受到影響。針對俄羅斯的制裁措施令股票及債券市場波動連連，並刺激商品價格上升，令投資者日益擔心危機擴散至全球市場。

在此環境下，首域盈信資產管理的投資經理討論他們如何舒緩上述情況的風險。我們的投資團隊採用歷史悠久的投資流程，專心買入優質企業，而且放眼長線，協助投資者在市況動盪中保持冷靜。

你堅守投資基本原則，那麼，你可以簡單介紹一下你的投資流程嗎？在俄烏衝突爆發後，投資組合出現了甚麼變化？

在俄羅斯入侵烏克蘭前，我們在俄國並無任何投資。由於我們重視企業的管治能力及質素，我們一直很難在俄羅斯找到適合的投資對象。於盡職審查流程中，我們往往會發現俄羅斯企業的擁有人與總統普京之間有密切關係，這對我們構成難以克服的障礙，導致我們並未持有當地的投資。結果，在俄羅斯出兵後，我們毋須改變投資組合。

在這 30 年來，我們團隊採用的投資方針維持不變。總括而言，我們追求長線表現，按照由下而上的角度研究企業，而且重視企業的管治質素及業務基本面。

我們尋找優質投資對象的第一個關鍵在於企業的僱員。我們會評估他們執行策略的往績及企業的激勵措施。我們希望發掘出具備風險意識及抱持謙虛態度的企業人才。以 ICICI Bank 的行政總裁 Sandeep Bakhshi 為例，我們的目標亦包括善待各類持份者的企業行政總裁，例如百勝中國的行政總裁屈翠容。在她的領導下，百勝中國設有中國最慷慨的僱員福利計劃。此外，我們也欣賞高瞻遠矚的企業管理者，例如以積極進取見稱的 MercadoLibre 財務總監 Pedro Arnt。

我們挑選優質企業的第二步，是觀察企業的利益取向。我們希望看到企業採用簡單的公司架構，而且擁有人放眼長線，與少數股東利害一致。一般而言，我們不會投資於架構複雜及交叉控股的企業、採用雙重股權制度為某類股東提供優待的公司，或國有企業等，原因是國有企業追求的利益與我們不同。

我們採取的第三步是分析企業的董事會及其組成情況。董事會是負責對業務策略、資本配置及激勵架構作出最終決定的

機構。因此，董事會必須由獨立人士佔大多數，而且包括值得信賴、曾於其他機構任職，並願意在出問題時為少數投資者發聲的獨立董事。

我們持股之一的 Syngene International 正是一個好例子。該公司是一間印度生物科技製造商，其董事會主要由獨立董事組成，成員中只有企業的擁有人及行政總裁是內部人士，其餘董事均來自聲譽卓著的企業，擁有多元化背景。

企業例子：Syngene International（印度）



資料來源：公司報告或網站

你會怎樣評估企業的業務質素？

企業的管治質素值得重視，可惜不少管治標準極高的公司，業務質素只屬一般，更有部分企業的資本配置欠佳，故此我們會從三大方向評估企業的業務質素。

第一，我們會集中留意受惠於國內需求，並具備循環長期增長動力的企業，而人口結構、城市化、生產力提升及進口替代均是增長動力的來源。一般來說，這些公司所在的行業規模較小，但根據往績及其他經濟體的經驗，收入水平上升往會帶動相關行業發展。

第二，我們要求所投資的全部企業具備清楚明確的競爭優勢。以合法壟斷市場的機場營運商為例，鑑於旅客在等候上機時唯一的消遣便是逛免稅店，該類公司旗下零售業務的消費者忠誠度較高，而且他們的社會地位普遍不低。

至於我們的另一隻持股股東，則擁有規模經濟優勢，能夠透過減價令消費者受惠，從而建立良性增長循環。除此以外，在印度市場中，高露潔——棕欖（Colgate-Palmolive）或快餐店 Domino's 等品牌均擁有強大的品牌競爭優勢。在顧客眼中，這些品牌與別不同，讓企業能夠收取較高的費用，形成重要的護城河。

最後，我們會尋找可以產生大量現金的企業。我們會避開依賴巨額資金推動現金流增長的公司，並且關心企業的資產密度、營運資金，以至自由現金流產生量等指標。

你怎樣將環境、社會及管治議題融入投資流程？

我們不會刻意標榜旗下的基金重視環境、社會及管治元素。然而，這 30 年來，可持續發展一直都是我們投資流程的一部分。就像我們重視企業的質素一樣，我們也關注企業的可持續發展和環境、社會及管治表現。對我們來說，上述因素亦會反映企業與我們是否利益一致、如何保護環境、有否正確繳稅，以及是否善待僱員和社區。在我們評估企業的管治結構後，我們會思考企業有哪些主要的環境及社會風險。

值得一提的是，我們重視企業的環境、社會及管治精神，多於紙上空談。我們不會盡信辭藻華麗的可持續發展報告，而

是會將焦點放在企業的具體行動，以及管理團隊與我們交流後的跟進措施。我們希望知道企業是否真心實踐可持續報告的內容，還是流於形式，只為取得較高的環境、社會及管治評分。

我們與企業之間是合作關係，而且我們會關心企業的表現是否持續改善。同時，我們不會基於損害環境、社會及管治表現的行為而篩走任何企業，或者妄下判斷。話雖如此，我們會研究企業應該採取的最佳環境、社會及管治措施，以便與公司管理層合作，提出改善營運標準的方法。我們認為，優質的企業大多會願意接受意見。

隨著客戶對企業的要求逐漸提高，符合可持續發展標準的公司將較佔優勢，可以從忽視有關問題的企業手上取得市佔率。

你怎樣透過遵守投資流程及基本原則來應對疫情呢？

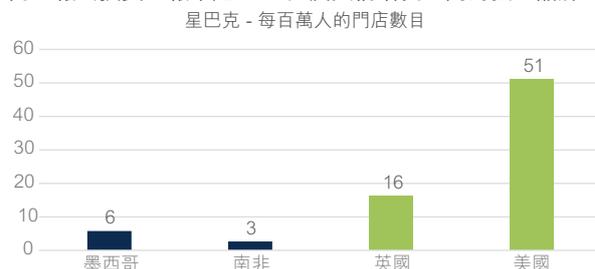
在疫情初期，史無前例的封城措施及不明朗因素為我們帶來巨大的挑戰。在我們的投資組合中，約有 50% 的企業經營受影響的行業，當中包括銀行、快餐店及旅遊相關企業。在這段期間，我們與企業的管理團隊多次開會，並明白到危機長遠會有利我們的持股，特別是有助它們領先競爭對手。接下來，我會以 Alsea 和 HDFC Bank 作為例子。

Alsea

Alsea 是拉丁美洲首屈一指的星巴克及 Domino's 營運商。在抗疫封城措施下，該公司不得已地暫時關閉大部分門店，業務明顯受到重創。不過，我們與 Alsea 的管理團隊對話後，發現該公司的約 15% 競爭對手被逼永久關閉，所以我們相信 Alsea 從危機中復甦的能力勝過個別同業。

我們認為，Alsea 是一間優質的企業，其由行政總裁兼創辦人掌舵，長期增長前景具吸引力。在墨西哥，每百萬人中僅有六間星巴克門店，而在南美，每百萬人中更只有三間星巴克，遠低於英國的 16 間及美國的 51 間，意味著當地市場的增長空間可觀。

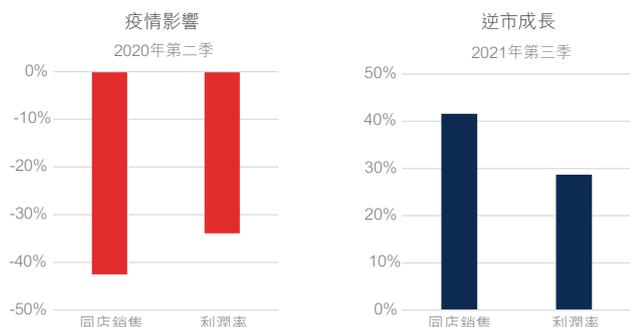
高回報（投資回報率達 30%）及具備增長空間的強大品牌



資料來源：公司資料、首域盈信資產管理。數據截至 2021 年 12 月 31 日

同樣值得注意的是，於疫情期間，Alsea 實施了重大的成本削減計劃。該公司接觸供應商及業主，並成功地重新磋商多項合約。當時，我們預測 Alsea 將在疫情消退後賺取更高利潤，而事實的確如此。在疫情之初，Alsea 曾經錄得巨額的負同店銷售及利潤率，但到了 2021 年第三季，公司已經明顯轉虧為盈。

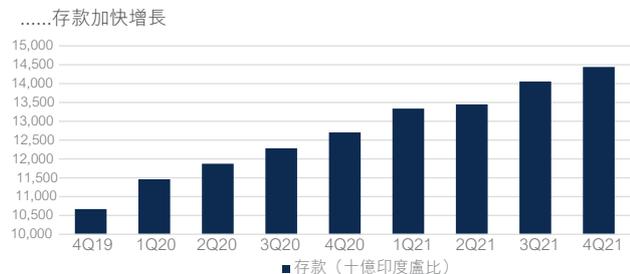
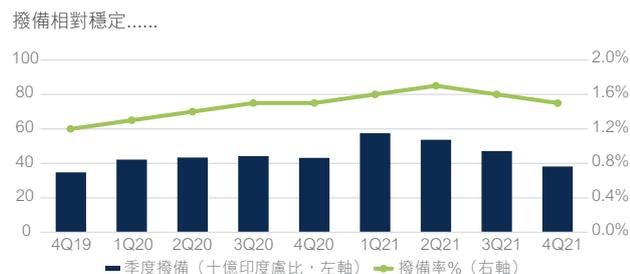
對 Alsea 來說，危機肯定是帶來了短期的負面影響，可是我們對其管理層及業務模式抱持信心，估計該公司的長遠前景不俗。故此，我們趁低價增持了 Alsea 的股票。



資料來源：公司資料、首域盈信資產管理。數據截至 2021 年 12 月 31 日

HDFC Bank

在疫情高峰時，印度陷入停滯四個月。HDFC Bank 的客戶無法賺取收入，支付貸款利息的能力成疑。儘管如此，在該段期間，HDFC Bank 的實際撥備率未見大幅提高，反而存款額卻顯著增加。在經濟不景時，存戶追求安穩，於是紛紛將儲蓄轉移到他們信賴的銀行，足證 HDFC Bank 管理完善、信譽良好。



資料來源：公司資料、首域盈信資產管理。數據截至 2021 年 12 月 31 日

事實上，HDFC Bank 是我們投資策略在不同市場中買入的典型銀行例子。我們所買入的銀行一般擁有領先行業的存款業務，在市況欠佳時擁有巨大的融資成本優勢。這些銀行的管理團隊具備風險意識及逆週期思維，往往能夠在危機中改善市佔率、回報及客戶基礎。

我們在 HDFC Bank 投資了接近二十年，在 2008 年的全球金融危機、2013 年的縮減恐慌及最近一年半的印度封城期間，我們都看到該行發揮上述優勢。與此同時，正如下圖所示，HDFC Bank 的每股賬面值按年增長超過 20%，並且維持著較高的資產回報率，而有關比率是銀行表現的重要指標。

基於我們對 HDFC Bank 質素的了解及與其行政總裁的交流，我們的結論是該行應可在疫情期間逆市成長。

過去 20 年，HDFC Bank 的每股賬面值年均複合增長率高達 23%，市佔率卻只有 9%



資料來源：彭博、首域盈信資產管理。資料截至 2022 年 3 月 8 日

現時的投資組合有何部署？

在我們尋找能夠持續增加現金流的高回報企業時，我們發現個別行業的公司較其他行業更易符合條件。因此，我們買入了多間與電商及網上旅遊有關的電子消費平台、私營銀行、消費必需品企業、主要快餐店、優質保險商及合法壟斷市場的公司，例如機場營運商等。縱使上述的多個行業佔我們投資組合約 90%，但我們的團隊並非採用主題式投資方針，而是以由下而上的方針決定資產配置。

我們持有的企業均受惠於強大的利好因素及良好的競爭形勢。就像賬面值及股息增長所反映般，在營運表現帶動下，這些公司長遠能夠帶來出色的回報及理想的股東回報。

我們尋找能夠維持可觀現金流增長的企業

企業類別	比重 ¹	主要持股	10年股東總回報 年均複合增長率	10年每股賬面值+ 每股股息年均複合增長率
電子消費平台	23%	mercado libre, Amazon	16%	25%
私營銀行	26%	HDFC BANK, CAPITEC	21%	19%
頂尖的消費必需品企業	16%	TSINGTAO, Carrefour	13%	13%
主要快餐店	10%	Alsea, YumChina	12%	15%
優質人壽及財產意外保險商	7%	ICICI Lombard, Qualitas	18%	19%
合法壟斷市場的企业	7%	ASUR, 上海浦东國際機場	23%	15%

¹按簡單平均值計算

資料來源：公司報告及網站、首域盈信資產管理，截至 2022 年 3 月 1 日

投資組合的銀行及金融服務股佔比較高，利率上升會否損害行業表現？

不，實情剛好相反。在加息環境下，銀行通常能夠賺取更多利潤。然而，對我們投資組合的金融股來說，這算不上是太大的利好因素。從下圖可見，過去約 10 年的整體利率趨勢反覆向下，但我們持有的金融股仍然大幅跑贏市場。這些企業能夠以極低的利率吸納存款，並以較高的利率借出貸款，

從而利用息差賺取利潤。我們的投資組合持有多間經營完善的私營銀行，例如剛才提到的 HDFC Bank，可是我們卻不會預測利率走勢。無論利率高低，我們只會留意企業的相關業務是否穩健，並足以吸引我們投資。

首域盈信全球新興市場金融股加權平均股東總回報與指標的比較 *



*MSCI 新興市場淨指數

資料來源：首域盈信資產管理、彭博。資料截至 2022 年 3 月 1 日。首域盈信全球新興市場金融股，指首域盈信全球新興市場核心策略投資組合中持有的金融企業

高回報的企業如何長期維持不俗的回報呢？你認為競爭加劇會否損害該類企業的表現？

就像剛才提到，我們一直在發掘擁有強大競爭優勢，以便持續帶來回報的企業，例如經營存款業務的銀行。另一個例子是電子消費平台。以我們大手買入的京東為例，該公司的規模勝過同業，而且每年持續擴張，形成競爭優勢。

京東的主要策略圍繞「規模經濟共享」的概念。隨著公司擴展規模，其擁有更大的能力與供應商議價，並為消費者帶來優惠，吸引他們成為回頭客及購買更多產品。展望未來，京東不斷發展，與同業的規模差距將會日益擴大。

至於競爭對手會否損害回報的問題，機票後勤服務商 TravelSky 正好能說明情況。鑑於該公司所在的行業集中度極高，我們可以將其看成是合法壟斷市場的企業。全球只有四間營運商提供該類服務，而事實證明，這四間企業均是優質的公司，能夠產生較高的已動用資本回報率。考慮到網絡及規模效應，航空公司不會自行開發票務軟件，並與現有業者競爭。另外，無論新晉業者的收費有多低，航空公司都不會願意承擔有關票務業務的風險。

你怎樣看待政治及監管風險增加，以致影響新興市場股票估值的現象呢？

我們不會採取由上而下的角度分析市場，不過我們相信，撇開其他因素，只看企業本身的狀況是過分天真。我們會針對投資組合的所有持股，由下而上地評估未來五年企業的年度化回報水平。之後，我們只需注意企業所在國家的主要宏觀或地緣政治風險。

我們會參考歷史趨勢，例如最近 10 年的貨幣貶值情況，並預測之後的貨幣匯率走勢。舉例來說，假設我們正在研究一間巴西的消費類企業，基於過去 10 年巴西雷亞爾每年貶值約 6%，我們會期望這間巴西公司的回報率能夠較不受貨幣風險影響的另一國家企業高出 6% 至 7%。

就中國市場而言，監管風險固然是我們的考慮因素之一，但在探索投資機會時，我們會傾向避開高度政治性或敏感的行業（例如金融或房地產），或與黨的長遠利益未必一致的行業，以發掘備受忽視的公司。

回到俄烏衝突的問題，你對中國市場及俄羅斯風險擴散有甚麼看法？

我們不能預知未來，可是除非局勢明顯升級，不利各方利益，否則俄羅斯的風險不太可能會波及到中國市場。

不少投資者擔心中國市場前景。除了俄羅斯的擴散風險外，中國企業亦面對其美國預託證券被除牌的風險，而且中國還爆發了嚴重的 Omicron 疫情。

我們相信中美兩國有望就中資企業的美國預託證券被除牌達成共識，只是這方面因素的影響不算重大，原因是不少赴美上市的中國企業在香港採用雙重股權架構掛牌。有關安排可以全面取代在美上市，而且股份轉換過程並不複雜。有見及此，我們認為企業被除牌不會影響基本面。

短期而言，經濟活動將會受到 Omicron 疫情所拖累。幸好，這兩年來我們不斷看到中國的經濟克服疫情衝擊。

中國股票，特別是在美上市的股票已經跌至歐債危機及全球金融危機以來的最低位。換言之，如果你和我們一樣是放眼長線的投資者，現在也許是時候留意中國公司。

油價與印度股票的表現息息相關，你能夠分享對此的看法嗎？

按照 2008 年及 2013 年的經驗，油價升破 100 美元會不利於印度股市表現。然而，目前的情況與當年有兩大分別。首先，這十年來，印度實施改革，令財政狀況大幅改善，稅收顯著增加。在當局引入商品及服務稅和其他改革措施後，正規經濟急速發展，並且不斷出現稅收領先預期的好消息。

第二，印度的外匯儲備正處於史上最高位，最新數據顯示該國的儲備金額接近 6,200 億美元，足以應付進口所需，外債更遠低於十年前。此外，近年印度的外資直接投資平均流量介乎 600 億至 700 億美元，而且升勢不止。

由此可見，縱然高油價會帶來影響，可是卻不會改變我們的中期投資方針。再以 HDFC Bank 為例，即使在油價飆升之際，該行仍然交出漂亮的成績表。換句話說，油價上漲固然不會利好印度的優質企業，但亦不會像部分人所預期般形成不利因素。

過去約 10 年，新興市場跑輸發達市場，為何你認為未來情況或會扭轉呢？

在預測哪項投資將會領先時，我們必須抱持審慎態度。我們的投資決定以絕對回報為目標，並無比較發達市場或其他指標的表現。儘管如此，我們不認為往後五至十年的美國股市將能延續輝煌。由於利率正從歷史谷底開始回升，加上美國股票估值過高，最近 10 年的商品價格暴跌將不會對新興市場造成太大影響。與此同時，新興市場的企業估值遠較之前吸引。按照由下而上的角度來看，我們普遍看好所投資企業的長遠前景。

免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源投資及首域盈信資產管理是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司是首源投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。