

基金經理問答

中國 - 回顧近期市場波動

2022年6月



Rizi Mohanty
基金經理

Rizi Mohanty 於 2016 年加入首域盈信資產管理，他是首域盈信東協全市值策略的基金經理。



柯雷
基金經理

柯雷於 2015 年加入首域盈信資產管理，他是首域盈信中國全市值策略及中國 A 股策略的基金經理。

這兩年來，中國投資者面對政治改革、疫情及商品價格通脹的挑戰。不久前，我們邀請了首域盈信的投资經理柯雷及 Rizi Mohanty 為我們的客戶進行網絡直播。在節目中，他們分享有關中國市場的投資觀點，並介紹在地區投資組合中高速增長的東協市場。

投資者擔心中國市場已有一段時間。我們還否需要對此感到憂慮，或是即將苦盡甘來呢？

近期投資氣氛疲弱，但我們採取由下而上的投資方針，相信市場動盪是買入優質企業及提高長期投資回報的機會。我們重視企業的基本面多於市場動向。由於我們是個別投資對象的長期股東，我們深入了解公司的業務及管理團隊，亦信任他們能夠減低艱難時期的風險，在我們一般長達三至五年的投資期中持續推動盈利增長。

我們的中國策略能夠把握多項長期投資主題，包括消費升級、醫療保健升級、城市化及自動化趨勢。有關主題仍可提供強勁的長期動力，以致我們對所投資的企業保持信心。

你可以分析中國的通脹情況及企業的應對之道嗎？

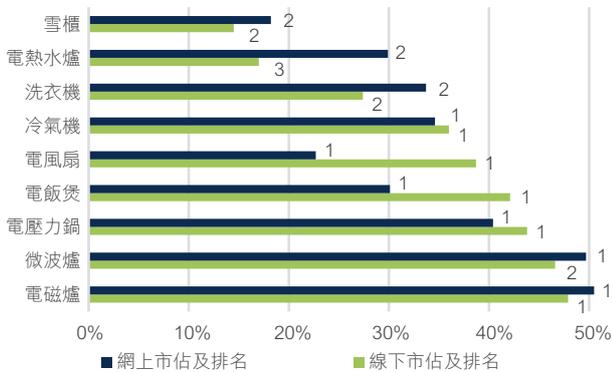
中國從全球市場進口石油、穀物及銅，該等原材料的價格上漲，為眾多中國企業增添成本壓力。

在我們初次投資企業時，我們會審慎評估其業務及管理層。我們相信，假如行業的整合度高，而且公司擁有強大的品牌，將可更有效地對抗通脹及將成本壓力轉嫁客戶，只是這個過程需要時間。

以美的集團為例，該公司的董事長便向我們表示，在去年的第二季，銅、塑膠及貨運成本上升，對他們構成了有史以來

最大的挑戰。幸好，憑藉在雪櫃、冷氣機及洗衣機行業的霸主地位，美的集團能夠在隨後數季取得穩定的盈利增長。鑑於市場高度整合，美的集團最終可以將成本上漲轉嫁客戶。

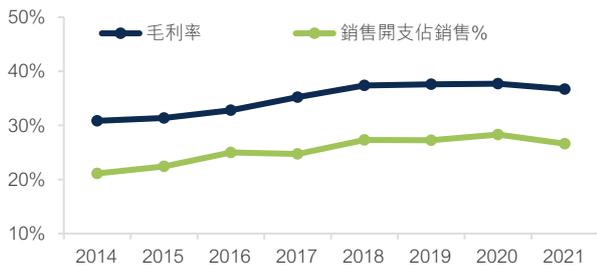
美的集團是多個產品類別的市場龍頭，市佔率持續增長（2021 年）



資料來源：FactSet、美的集團 2021 年年報、首域盈信資產管理。截至 2022 年 5 月 31 日

另一個例子是中國蒙牛乳業。在大約四年前，原料奶價格上升，為該公司帶來成本壓力。然而，蒙牛不斷升級產品組合，過去五年的毛利率有所上升。此外，該公司還將增加的毛利重新投資於品牌發展及建立渠道管理之上。

蒙牛的利潤率持續改善



資料來源：FactSet、彭博及首域盈信資產管理。截至 2022 年 5 月 31 日

投資者較以往更關心環境、社會及管治因素，但他們也擔心企業漂綠現象。你可否分享與中國企業的議合活動經驗呢？這些活動如何影響你對該國企業質素和環境、社會及管治表現的看法？

我們的團隊一直將環境、社會及管治因素融入投資流程。我們認為，世上沒有十全十美的公司，企業的發展方向才是重點。與發達市場相比，中國市場對環境、社會及管治的整體理解尚未成熟，可是公眾對有關議題的重視與日俱增。

我們與中國企業的議合活動經驗只能以「好壞參半」來形容。部分企業對此無動於衷，反映他們毫不關心環境、社會及管治議題。當然，也有企業與我們的溝通帶來了出色的成果。

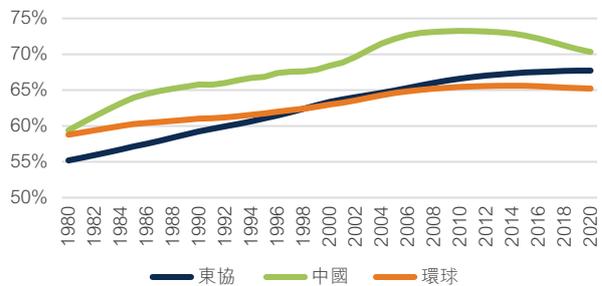
舉例來說，我們便曾經致函蒙牛乳業的總裁，以商討及處理董事會性別多元性及乳牛的碳排放等各項問題。之後，蒙牛積極回應了我們的關注，並制定改善計劃。該公司不單在董事會中增設一名女性非執行董事，更將兩名女性僱員擢升為高級管理層。另外，蒙牛亦委聘第三方顧問編製全面的環境、社會及管治報告。

我們相信，要避免企業漂綠的風險，我們需要在環境、社會及管治方面採取由下而上的方針，而非單純依賴第三方的評分。

你能介紹東協市場值得留意的投資機會嗎？

東協市場向來是我們亞洲（日本除外）策略的一部分，並且具備多項優勢。首先是人口結構優勢。東協地區擁有全球第三大的勞動年齡人口，其他地區人口老化將為東協的製造業及服務業帶來機遇，促進消費增長及其他後續的利好因素。

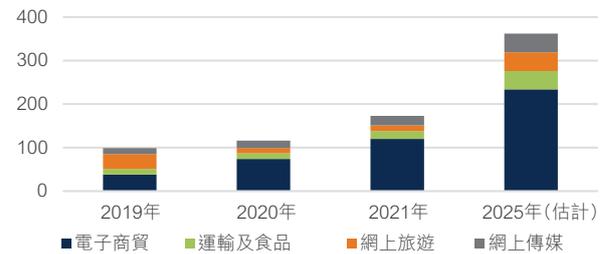
勞動年齡人口百分比（15 至 64 歲）



資料來源：經合組織、世界銀行、Google / 淡馬錫 / 貝恩公司報告。截至 2022 年 2 月 28 日

至於第二個重要的投資主題，則是最近 10 年出現於南韓、中國及美國的數碼化浪潮。東協地區的互聯網使用者非常年輕，市場發展才剛起步。電商、外賣、網約車及其他網上業務的滲透率正在持續增加。

東協擁有逾 4.5 億數碼用家及不斷增長的互聯網經濟（總商品交易額，十億美元）



資料來源：經合組織、世界銀行、Google / 淡馬錫 / 貝恩公司報告。截至 2022 年 2 月 28 日

最後一點，是東協市場在這 10 年以來備受忽視，但現時的估值及風險回報具備吸引力。這十年來，該區的外資擁有權比例處於低位，因此成為長線投資者的理想選擇。

我們擁有的怡和合發 (Jardine Cycle & Carriage) 正是一個好例子。怡和合發擁有超過 120 年歷史，見證過不同的經濟週期。該公司的 75% 股權由怡和集團 (Jardine Group) 持有，而在我們眼中，怡和集團是一間具備良好管治水平及企業質素的母公司。怡和合發在東協擁有多間頂尖企業，例如印尼最大的汽車公司阿斯特拉 (Astra) 及越南最大的汽車公司長海集團 (THACO)，而且還投資於越南最大的奶製品公司 Vinamilk。

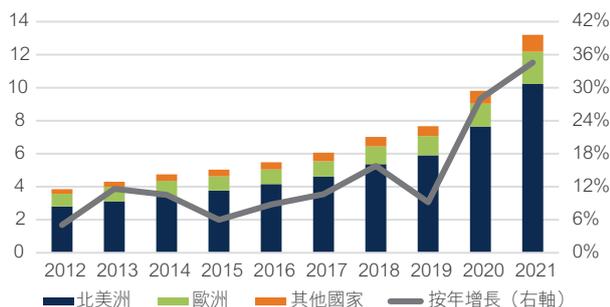
根據過往經驗，在避險環境中，亞洲股本優點策略通常成績穩定，惟該項策略近來受到考驗。你能解釋策略表現低迷的原因嗎？你可否說明哪些企業成績最差呢？

去年，專注於地區市場的亞洲股本優點策略維持堅挺，可惜今年上半年的表現令人失望。究其原因，首先是商品價格通脹支持能源及材料企業跑贏大市，而我們的策略未有買入相關公司。我們的投資流程以企業質素為先，只是我們未必能夠輕鬆地在能源及材料行業找到合適的長期投資對象，理由是該類公司普遍受到週期性因素所影響，而且缺乏定價能力，導致我們選擇遵從投資理念，多於追求短期成績。

第二個原因是我們的地區投資策略買入了日本企業，可是受到日圓大幅貶值影響，日本公司表現欠佳。不過，若按 3 至 5 年的投資期計算，我們仍然看好這些公司，故此我們持續增持股票。最後一個原因是個別企業拖累了投資策略的表現，例如南韓化妝品公司 LG 生活健康 (LG Household and Health Care) 便面對著中國封城及旅遊限制所帶來的挑戰。

為應對上述情況，我們專心追求長線表現，忽視短期波動。舉例而言，我們持有創科實業已經多年，並在最近十年見證公司屢創佳績。由於擔心美國經濟放緩，不少投資者都沽貨獲利。然而，公司的管理層銳意進取，力求提高市場佔有率。

在北美洲市場推動下，創科實業的銷售額 (以十億美元計) 持續增加



資料來源：彭博、公司報告、首域盈信資產管理 (截至 2022 年 5 月 31 日)

你一直將環境、社會及管治因素融入投資流程，那麼你能在中國延續這套做法嗎？例如在企業擁有權方面採取同樣的措施？

按照擁有人劃分，中國企業通常可以分為兩類，分別是國有企業或私人企業。在兩者之中，國有企業較難建立穩定的擁有權架構或管治架構。幸運的是，近年的國有企業改革為我們帶來了好消息。

舉例來說，達能 (Danone) 曾經是蒙牛的第二大股東，並為該公司建立了均衡的董事會架構，避免國有央企中糧集團獨攬決策權。在蒙牛來港上市的超過 15 年間，我們亦留意到公司有意改善管治質素。

蒙牛的發展是一個正面的例子，但我們也發現有企業的董事會被政府官員把持，而他們重視自己的政治生涯多於股東利益。在此情況下，我們會避免作出投資。基於我們不受指標影響，我們毋須將特定企業或股票加入投資組合，只需發掘出數間優質企業便已足夠。

你如何看待中國房地產行業的前景呢？

首先，選對股票是投資中國房地產行業的關鍵。以我們持有的華潤置地為例，過去 5 至 10 年，包括去年的行業動盪期間，該公司都表現不俗。作為在港上市多年的國有企業，華潤置地於一線及二線城市擁有多元化的購物中心組合，相關增長動力主要來自消費升級，而非物業價格上升。另一方面，我們從不投資於過度借貸，以致最終受到政府政策變化衝擊的私人發展商。

華潤置地：管理層打算在 2020 年至 2025 年間將租金收入提高一倍



資料來源：公司報告。截至 2022 年 5 月 31 日

第二，政府大致達成了減低房地產發展商槓桿水平的目標，並在整體經濟放緩時提供了更大的支持。

在經濟不景期間，我們預期房地產行業會出現整合潮，華潤置地等主要業者將可提高市佔率。此外，投資者擔心行業發展，相信會使房地產商的估值變得吸引。

從投資者胃納的角度來看，你認為市場對中國 A 股的投資意欲有否減少？

就像其他股票市場一樣，投資者對中國 A 股的興趣可以受到短期市場表現所影響。話雖如此，中國 A 股相繼獲納入全球股票指數，形成了強勁的長期增長趨勢。目前，在 MSCI 中國指數中，該類股票的佔比約為 15%，納入因子達到 20%。假如以全面納入計算，中國 A 股的佔比將約達 40%，並成為地區股票指數的重要部分。長遠而言，全球的機構投資者料會對中國 A 股產生強烈興趣。有關投資範疇可以提供大量機會，前提是我們需要找到優質的投資對象。

你對中國政府支持經濟的立場有甚麼看法？你和團隊如何應對美國制裁及中國清零政策的宏觀主題？

整體上，我們會繼續專注於企業基本面。宏觀事件也許變化迅速，去年政府放棄強硬立場，轉為提供更多支持便是一個好例子。考慮到失業率上升，而且互聯網及速遞企業能夠提供大量職位，近期政府亦對該類企業採取更寬鬆的態度。

然而，我們估計當局不會像 2008 年的金融危機後一樣，推出大規模的刺激措施。這次政府應會採取更具針對性的政策，例如鼓勵消費、置業及買車。

在第二季，疫情損害經濟增長及企業盈利，各項不明朗因素觸發市場反應。不過，上海疫情已見緩和，不少價值鏈中的企業，特別是汽車公司逐步復甦，相信第二季的市場低迷不會影響投資者的決策。

亞太區投資組合有否計劃增加其他國家的配置，而非以中國市場為主呢？

在構建亞太區的投資組合時，我們會先採取由下而上的方針逐一挑選股票。我們選擇投資於中國市場，單純是因為我們在當地發現投資機遇。事實上，我們於中國的投資不及其他眾多國家，而且也少於指標。我們更傾向買入印度公司，原因是該國企業的質素較佳。印度的資本市場歷史可以追溯至 100 多年前，當地企業已經傳承多代，而且重視少數投資者的權益。另外，東南亞部分地區的企業亦具備相同特點。總括而言，我們會否改變對某個國家的配置，將會取決於我們發掘到的由下而上投資機遇。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。截至 2022 年 5 月 31 日或另行註明。

免責聲明

本資料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，而且在發表本資料時為準確的資料，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。在法律允許的範圍內，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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，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資料內容，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，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料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，此資料由首源投資（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。首源投資（香港）有限公司是首源投資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 及其附屬公司對本資料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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。