



# 過去 30 年的中國市場發展回顧

2023 年 3 月



**劉國傑**  
管理合夥人

劉國傑於 2002 年加盟首域盈信資產管理，他是首域盈信多項策略的基金經理，包括首域盈信大中華增長策略及首域盈信亞洲股本優點策略等。

於一系列三篇通訊中的第一篇，我們的管理合夥人兼首域盈信中國增長策略首席基金經理劉國傑先生，藉著今年是策略成立的 30 週年，分享投資中國市場的反思。

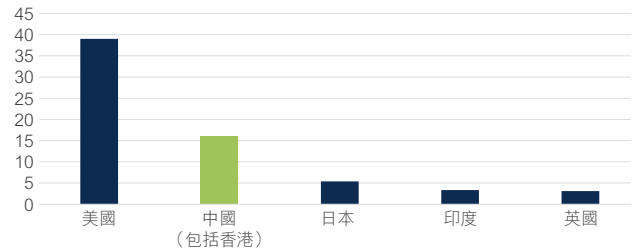
我於 2002 年加入首域盈信資產管理時，當時公司的名稱為首域投資（First State Investments）。當年，我們管理的資產為 20 億美元，而我亦是香港辦事處唯一的員工。曾在較大型資產管理機構工作的我，當時加入這間規模較小的公司就是為了建立自己的投資理念及團隊。我與公司的創始合夥人 Angus Tulloch 先生的理念相近，大家都專注於長遠發展，而且採用由下而上的方針尋找優質企業，這種投資理念當時在亞洲，可謂絕無僅有。

自成立以來，我們一步一步建立，首域盈信至今已經發展成為超過 30 人的團隊。截至 2022 年十二月底，管理總值資產達 300 億美元。自我加盟起的 20 年間，首域盈信中國增長策略的資產總價已從 300 萬美元增加千倍至 30 億美元。當中我們的努力絕對功不可沒，同時這亦有賴我們成功把握時機，在中國經濟加速發展、向全球開放及推動市場改革之際搭上順風車。

## 中國股市的發展

於 1990 年代初，首批中國企業來港上市成為 H 股。那時我們沒有預料到，中國會在 30 年後成為全球第二大的股票市場。

全球最大股票市場（萬億美元）

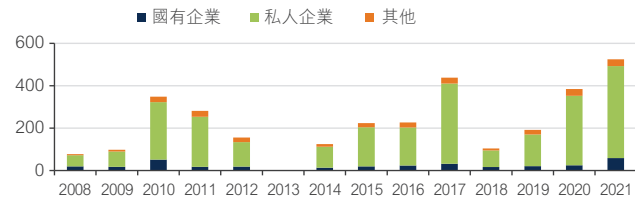


資料來源：國際證券交易所聯會（World Federation of Exchanges）（數據截至 2022 年 12 月）

過往，中國企業大多實行國有制，而我亦有幸見證中國公司逐步改為私有制及上市。舉例來說，中移動在 1997 年上市，成為第一個獲得全球報導的中國企業首次公開發售活動。之後，能源、金融及其他領域的公司陸續加入行列，近期亦有互聯網及生物科技公司掛牌。儘管政府仍然持有上市國有企業的重大擁有權及控制權，但不少公司已經將大量股份向公眾出售，而且運作傾向商業化。隨著經濟自由發展，受國家控制及中央規劃的約束減少，私營公司也獲得發展空間，可以扮演更重要的角色。

## 大量私人企業

自 2008 年以來已有超過 2,500 間 A 股私人公司上市



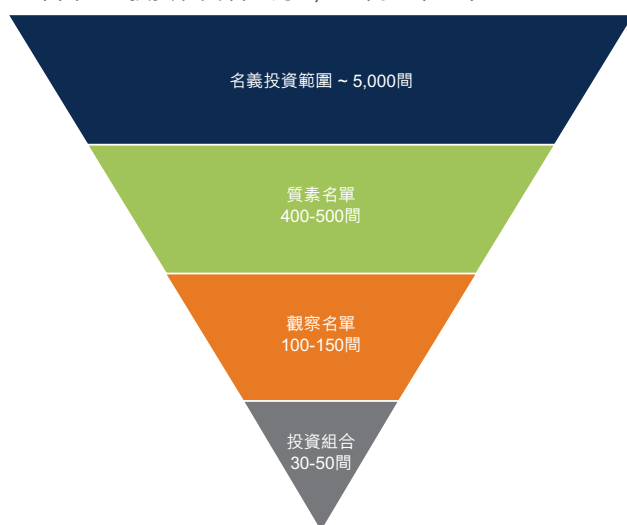
資料來源：萬得信息、中金公司、中信里昂（截至 2022 年 6 月）

於 1990 年代，中國的股票市場相當原始，並以非流通股或場外交易股票為主。離岸投資者只能投資於少數 B 股及 H 股，他們不能參與 A 股市場，因此難以建立中國投資組合。在早期，我們投資組合的持股包括金利來集團，其為一名香港企業家擁有的知名男士服裝品牌。我們也曾買入先來國際，該公司旗下的夢特嬌則是法國的絲綢服裝品牌。在當時的環境，我們需要討論個別公司是否可歸類為「中國股」，並符合資格加入中國投資組合。

那時的中國企業透明度欠佳，市場充滿謎團，負責追蹤的分析師寥寥無幾，導致我們只能進行基本的內部研究。由於缺乏現代的互聯網或其他數碼工具，當時我們只能依賴報章上的資訊。在企業公佈業績後，更要將數據製成圖表，才能進行分析。

反觀現在，透過合格境外投資者制度及滬深港通等渠道，我們能夠買入超過 4,000 間 A 股企業及 1,000 間離岸上市公司。舉例來說，我們的觀察名單包括約 250 間質素良好及管理完善的中國企業，其中約 100 間公司更是我們的投資對象。即使時移世易，但有一點是一直以來都未有改變的，就是我們仍會定期約見企業管理層，並與投資團隊的成員進行熱烈的交流討論，互相對大家的觀點提出質疑。

#### 全中國基金投資範圍涵蓋約 5,000 間上市企業



除此以外，中國企業的性質亦出現變化，複雜的企業逐漸取代業務簡單的公司。早期上市的公司如鉛筆製造商第一鉛筆及經營電車業務的濟南輕騎兩者已經破產，現在市場已由騰訊、美團及深圳邁瑞生物等技術先進的巨企大行其道。新一代企業佔據全球龍頭地位或深具潛力，可見投資者不止需要預測未來三至五年的中期發展，更要考慮十年及以後更長遠的前景。

在市場發展初期，中國企業的管理人員亦比較原始。當我們拜訪中國的企業時，我們會帶上一包香煙，假裝自己一樣是煙民，與企業的管理層拉近關係。相比之下，現時企業的管理人員會以較專業的態度與我們交流，並對投資者作出更加深入的匯報、披露及報告。他們的教育水平也有所提升，我們不時會看到企業的整個管理層都是由博士或工商管理碩士所組成。隨著企業的管理人員變得世故，投資者需要更小心地留意隱藏的危險訊號，例如企業的管理層在會議期間表現是否認真。

縱然出現上述轉變，我們仍一如既往，採用過往評估企業管理者的流程。我們依舊找尋誠實、具備能力及重視風險的企業領導者，當然我們也會作出平衡，以免能力太強或過分優秀的領導者狂妄自大，承擔過多風險。對我們來說，企業管理者與投資者保持利益一致仍然相當重要。

## 企業變得更市場導向，並與投資者保持利益一致

查理·芒格曾經說過：「給我看到獎勵，我便會給您達成想要的成果。」

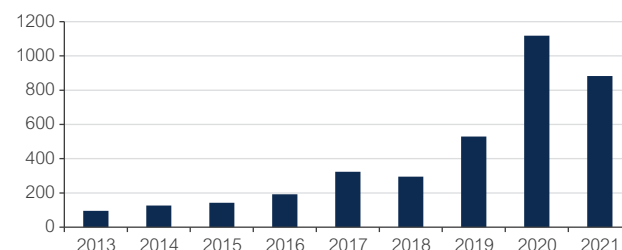
早期中國市場的主要問題在於 90% 企業是由國家擁有，他們採取的獎勵措施與投資者利益並不相符。在不少國有企業的管理者眼中，他們的首要任務是追求收益增長、提高就業水平及增加國內生產總值。換言之，他們不斷擴大企業規模，只是為了建立企業王國或爭取在政府體制內升職。一般來說，我們會對該類公司避之則吉。

中國鋁業便是其中一個例子，以往該公司的資本開支及投資回報並不相稱。我們亦曾與當地一間銅礦企業會面，當時我建議他們削減成本，但由政府委任的公司主席卻忿忿不平，更抱怨自己薪酬不高，這事令我印象深刻。

隨著時日變遷，中國企業開始將績效表現與股票 / 認股權獎勵安排掛鉤，反映他們變得更加市場導向，與投資者的利益維持一致。當中，國有企業的轉變特別明顯。

#### 實施股票獎勵的公司增加

超過 3,700 宗股票 / 認股權獎勵個案



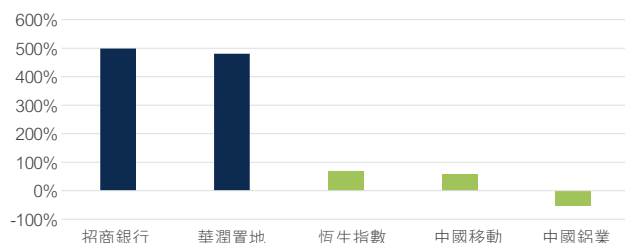
資料來源：萬得信息、中金公司、中信里昂（截至 2022 年 6 月）

我們投資的國有企業包括華潤置地及招商銀行。相比起其他國有企業，這兩間公司的獎勵架構及整體企業文化較能配合市場，部分原因是他們的企業基因特質，逼使他們保持進取及靈活應變。

華潤集團於 1930 年代在香港成立，旨在於國共內戰時為解放軍供應各類用品及設備。由於集團總部位於香港，在中國內地的多次革命期間，公司能夠更有效地配合市場情況。而招商局集團的歷史可以追溯至 1870 年代的清朝，其成立目的是參與當時由外國企業壟斷的國際貿易市場。至於中海油集團（基於環境、社會及管治因素以及地緣政治問題，我們已經不再持有該公司）的成立，則未有依賴中國政府提供任何資金。在缺乏資金下，中海油需要與跨國石油企業組成合資公司，這樣使他們獲得國際市場上的最佳實踐及技術知識的訣竅。而正因如此，該公司的股東回報及經營效率均能領先國內同儕。

國有企業涉及的範圍廣泛及多元化，部分企業效率仍然欠佳也是無可厚非。話雖如此，我們只會投資營運模式與私人公司相似的國有企業，理由是該類公司的長遠表現遠勝固步自封的同儕。考慮到中國的高速增長期接近結束，加上企業將重心轉移至推出更優質的品牌、產品及策略，以提高回報及市佔率，我們的投資方針格外重要。

### 2007 年 1 月至 2022 年 12 月的總回報



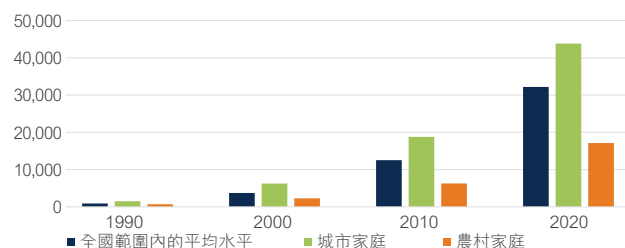
資料來源：彭博、首域盈信資產管理（2022 年 12 月）

## 增長焦點由重量變為重質

在 2013 年習近平成為國家主席後，中國的轉型方向逐漸出現變化。中國成功脫貧，億萬富翁的數目與日俱增，貧富差距持續擴大，國家從不折不扣的共產社會變成「過於」資本社會。而在發展達標之際，中國的政策重心從不惜一切推動增長，轉移至追求優質及平衡的增長，意味著企業需要更加重視僱員及環境。

對投資者來說，共同富裕政策帶來多重挑戰及憂慮。然而，我們認為該項方針可以減少受市場因素的影響、促進社會主義發展及推動更平均的財富分配，對中國有利。

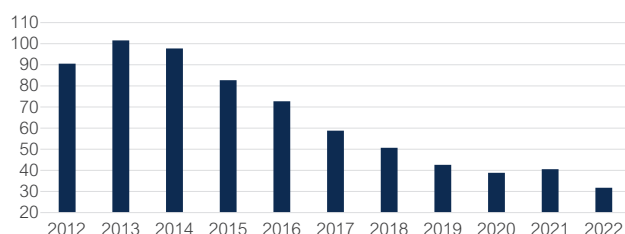
### 人均可支配收入（人民幣）



資料來源：摩根大通、中國國務院、國家統計局（截至 2022 年 10 月）

同時，在提升環境、社會及管治表現上，中國減少使用汽油及柴油，並帶領全球發展電動車，藉此機會超越其他國家。中國企業紛紛加強環境、社會及管治措施，而且開始取得成果。十年前，我們到北京及成都等中國主要城市拜訪企業，當時我們看到不少地方均被灰色的霧霾籠罩；但十年後的今日，各個城市普遍都是藍天白雲。

### 北京每年平均 PM2.5 空氣污染水平 (微克 / 每立方米空氣)



資料來源：美國國務院。PM2.5 是指直徑為 2.5 微米或以下的粒子，又稱為微細可吸入粒子。人類頭髮的平均直徑約為 70 微米

同樣，中國企業的社會表現亦見提高，不少公司均改善了僱員待遇。以往地方政府對企業大開中門：企業，只需遵守極

少數的薪酬或社會保障限制，便能獲得各項設廠優惠。但到了現在，企業則需要實施嚴格的最低工資及環境規定，項目方能獲得審批。

我們認為，企業管治表現的改善空間最大。一般而言，我們期望看到企業擁有穩健及經驗豐富的獨立董事會，以提高討論質素。問題是，中國企業的董事會大多只會同意高級管理層的決策，反映他們的水平尚待提升。此外，不少企業仍然由政府擁有，以致仍然會出現與股東利益不一致的情況。

## 環境、社會及管治是不變的核心

首域盈信向來將環境、社會及企業管治融入投資理念及流程的核心。我們定期與企業溝通，協助推動正面變革。憑藉我們與企業建立的長期關係，加上我們作為長期股東的良好聲譽，企業往往願意接受我們的意見，把我們視作合作夥伴。

目前，首域盈信中國增長策略的最大持股包括美的、騰訊及中國蒙牛，這些公司全是我們投資了超過 10 年的企業。歷年來，我們留意到，保持開放心態，並且思考方法以不斷提升表現的企業，他們將會更樂於與我們溝通。

舉例來說，新奧能源便是與我們持續交流及取得良好成果的企業之一。我們投資這間天然氣分銷龍頭超過 15 年，並一直就管治及環境問題與管理層交換意見。

在數年前，我們曾經邀請第三方顧問，為新奧能源的長期能源轉型計劃展開主要風險及機遇評估，再將研究結果與公司的管理層分享。我們亦提出向新奧能源直接引薦顧問機構，原因是我們相信公司能從中獲得更多寶貴的見解，並受惠於有關獨立董事候選人的顧問建議。縱然疫情不久後爆發，令我們暫緩相關計劃，不過新奧能源的管理層積極聽取意見，顯示他們重視我們的看法。

近年，新奧能源加強發展替代能源，更透過全新的綜合能源解決方案業務，協助客戶轉用替代能源。同時，公司的核心天然氣分銷量繼續領先行業及國內生產總值增長。由於天然氣是較煤炭及原油更潔淨的能源，在化石燃料過渡至可再生能源的過程中擔當關鍵角色，我們相信新奧能源的潛力不俗。

至於負面消息方面，綠色和平指控一間廣東化工企業排放有毒廢物，污染當地河道及農田。我們於 2010 年致函該公司，並與其中一名董事見面。可是，該名董事對綠色和平提出的問題視而不見，更表示：「我們的工作是確保工廠運作正常。」由此可見，公司並不關心法例規定以外的問題。

在後續的會議上，該公司的態度未有變化。他們認為，只要與地方政府維持良好關係，便毋須擔心綠色和平的指控。當我們詢問公司有否被政府罰款時，他們的管理層竟然回應指，由於每個地方政府都有要達到的預算目標，因此罰款非常普遍。

從上述的交流中，我們發現公司不在意環境問題，也不重視我們這一類少數股東。有見及此，即使該公司的業務表現不俗，我們還是旋即沽出股份。

可喜的是，採取上述態度的中國企業正在不斷減少。更多公司在環境、社會及管治上取得良好進展，並且積極發表環境、社會及管治報告、進行股份回購及減少污染。

## 中國股市及首域盈信資產管理的前景

在首域盈信中國增長策略踏入 30 週年之際，我很榮幸地說，我們能夠堅守投資理念，締造非凡的長期回報。在普遍被視為貪婪、短視及不時爆發風暴的投資行業中，我們貫徹始終，希望成為獲各界信賴及尊重的資產管理機構。

我們的團隊不斷累積經驗及對市場的了解。隨著年齡增長，我的投資風格及思維亦逐漸成熟，如今我不會再輕易受到市場熱潮所蒙蔽，或因市場持續調整而感到憂慮。話雖如此，投資者必須對新事物保持興趣，因此年輕人也能在投資團隊中發揮作用。另外，我們還需要保持好奇心。在管理資產長達 20 多年後，能夠繼續進行研究，並與企業會面，我依然感到雀躍。

展望未來，我希望首域盈信能夠成為客戶心目中的優質盡責資產管理者。為了達成目標，我們需要不斷進步和學習，而且繼續專注於優質企業及長線發展。我們也需堅守估值紀律，避免受到市況起伏所影響。

與此同時，我亦期望首域盈信成為擇善固執的公司。我們從未投資於博彩或煙草企業，對此我感到相當自豪。我們對酒

業及快餐企業的投資固然值得商榷，但我們認為不應為了利潤而買入違反道德的企業。在此方面，我們將部分利潤撥入 Manan Trust 慈善組織，以幫助亞洲地區的弱勢社群。我們並非為宣傳，故此大多低調參與有關工作。然而，我堅信我們應該回饋社會，原因是我們深深受惠於亞洲地區的增長及發展。

儘管過去兩年投資者對中國的情緒傾向負面，我們還是選擇逆市而行，專注於利好因素，例如中國市場將會日益擴大及發展，為我們帶來更多選擇及投資渠道。現時，外國投資者只佔 A 股市場約 5%，估計有關比率將持續上升。我們眼前的不少企業或行業在 20 年前，甚至是 10 年前均尚未出現。往後，我們將會看到更多高技術製造商冒起，例如機械人及醫療設備企業等。同時，本地的運動服裝及奢侈品牌也會增加。隨著機會持續擴大，我們更加需要專注於業務及管理團隊質素良好的公司。

過去 30 年間，客戶與我們共同渡過投資市場的高低起伏，藉此機會感謝他們一直以來的支持。對於像我們一樣的長線投資者來說，這趟旅程可謂成果豐碩。

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 2023 年 2 月或另行註明。

### 免責聲明

投資涉及風險，過去表現並不反映未來表現。請參閱有關基金的發售文件以了解詳情（包括風險因素）。本文件所載資料來自首源投資（「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，且不构成投資建議。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，不應視為建議買賣有關證券。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。