

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

維持平衡及避免行為偏差

我們的投資流程旨在發掘值得買入及持有的長期投資，同時減低風險。在追求投資價值的過程中，我們會警惕價值陷阱。在重視增長之餘，我們不會忽視估值因素。在尋找優質的管理團隊時，我們要求團隊妥善地經營業務。除了關心企業於未來十年的增長前景外，我們也會留意今年內出現的不利因素。我們傾向採取逆週期思維，卻並非只是為了標奇立異。說到底，我們希望投資對象擁有出色的管理團隊、結構性競爭優勢及可觀的增長空間，因此各項因素必須維持平衡。

我們經常被問及有關於與優質資產投資者的常見行為偏差的問題 - 那就是如何在看好某間企業和避免過份樂觀之間作出平衡？注重質素的投資者往往會「情人眼裡出西施」，對投資對象的部分問題採取過於寬容的態度，以致無法看到重要的警告或沽貨訊號。假使投資者盲目追捧企業的負責人，情況將會雪上加霜。這些年來，該類偏差曾令我們犯下不少錯誤，故此我們嘗試制定了減低風險的措施。

首先，我們鼓勵團隊建立開放、持續學習及互相尊重的辯論文化，力求減少行為偏差。我們不會要求團隊成員達成一致的「機構觀點」，反而會支持他們以多元化的思維及角度檢討投資決定。我們亦特別強調要討論犯錯之處及深入思考當中的教訓。每年，我們均會就此舉行特別會議，所有成員都要分享最近的過失。我們相信，透過提醒自己注意過往的錯誤及借鑑他人的經驗，我們將能建立及提高團隊的智慧，從而成為更好的投資者。舉例來說，在先前的通訊中，我們分析了錯誤投資阿根廷銀行 Banco Galicia 所造成的沉重代價。經歷該次事件後，我們在面對企業時會考慮宏觀經濟風險，並留意該類風險如何影響具潛力的投資機遇。

第二，我們的投資團隊成員均是行業通才，他們會就同一企業各自撰寫會議紀錄及展開研究。換言之，每個人對投資對象都有發言權。儘管團隊成員擁有專門知識是一件好事，但如果他們只是死抱住特定範疇的知識，便有可能與時代脫節，難以打破既定思維。在我們的投資流程中，針對每間企

業展開嚴謹的討論及辯論是重要的一環。為了確保有關工作順利進行，我們安排不同團隊成員輪流負責展開研究，從多個角度質疑投資的理據。以過去五年為例，我們共有九名團隊成員約見了 HDFC Bank，並就該公司撰寫研究報告。歷年來，我們對該行的管理團隊及投資理據展開多項研究，從中建立投資信心，使得該行成為本策略的最大持股之一。

第三，我們會盡量採用更深入的二階思考模式；然而不會刻意要唱反調。我們會從反面思考事情，並不斷留意潛在的危機。我們會問自己：有哪些主要因素可以令企業於未來十年內倒閉呢？假如現在要開展提供相同產品或服務的業務，我們需要達成甚麼條件呢？資金雄厚的競爭對手或初創公司能否挑戰企業的現有地位呢？企業如何避免與 Nokia 或 eBay 踏上同一命運呢？我們必須退後一步，審視自己的基本觀念及理解，才能回答上述問題。在這方面，事前分析將能發揮重要的作用，有助每名團隊成員檢討現有的持股，從健康的辯論中得到有用的意見。

最後，我們的投資流程設有多項制衡措施，亦會思考各項持股的缺點。我們還會進行基金檢討，而且特別重視投資組合持股的風險及可作改善之處。有關工作將由團隊成員，而非首席基金經理負責。我們也有犯錯的時候，不過上述討論可促使我們定期審視核心持股，並重新考慮我們作出的假設。

量子理論創始人維爾納·海森堡 (Werner Heisenberg) 認為，專家就是「了解在他們領域中所能犯下的最嚴重錯誤，而且知道如何避免犯錯的人」。¹ 在投資世界中，我們認為累積專業知識的最好方法，是反思我們自然形成的偏差及傾向，並盡力減少有關問題。我們檢討各項投資、鼓勵開放式討論及嚴謹的辯論，同時重視發展不同的觀點，對嘗試避免重大錯誤至關重要。

在我們的銳意努力下，投資團隊不會經常改變觀點，而我們也並非以靈活性為目標。我們當然可以更頻密地調整投資組合，但這或會增加投資組合過度活動及過份分散的風險，使我們受到投資行業的其他主要偏差所影響，以致損害投資成績。有見及此，我們的方針是買入及長期持有企業。透過深入的盡職審查，我們確保一開始便買入合適的公司，然後保

¹ Der Teil und das Ganze (1969年) 第17章 (A. J. Pomerans 翻譯為 Physics and Beyond, 1971年)

持耐心，以把握最佳機會，藉此從複合效應中受惠。就像上文所述，投資和人生的大部分決定一樣，關鍵在於平衡。

簡評中國市場

今年首八個月，中國的復甦步伐明顯疲弱。隨著疫情限制解除，市場一度預測 2023 年的消費大幅增長。在第一季，市況曾經令人充滿信心，可惜在第二季後，增長有所放慢。近期數據持續下跌至低於預期水平，國內最大私人物業發展商之一的碧桂園更於夏季獲准延長債務期限。各項事件引起投資者關注，並自八月初起觸發新一輪拋售潮。

我們對短期的宏觀經濟前景沒有特別的看法，也不會過份擔心房地產行業或其對我們持股的影響。首先，我們未有於中國的金融或房地產行業持有任何投資。碧桂園、恒大集團及其他企業的流動性問題不是系統性問題，反而與私人物業發展商的融資環境緊張有更大關係。市場環境欠佳主要導致私人發展商的銷售下滑，惟國有企業的市佔率增加，市場價格全面急挫的情況未有出現。這並非代表市場毫無問題，但若然將當前中國房地產市場的價值（相當於國內生產總值的約 240%）與現時的澳洲或 1980 年代的日本（分別相當於國內生產總值的 300% 及 560%）作比較，² 我們便會發現目前中國房地產市場的價值處於可控範圍。特別是，考慮到中國的資本賬相當封閉，中國房地產市場的價值不算過高。

話雖如此，消費開支意外地疲弱，成為我們專心面對的主要問題。於上季，低基數效應形成利好因素。然而，經季節性調整的每月零售銷售增長依然不足 0.4%。有關趨勢意味著今年中國的名義零售銷售增長率可能只有約 3% 至 4%，遠低於疫情前的增長率。值得注意的是，消費者傾向選擇更加廉價的貨品及服務，以致人均消費下降及高價值產品的銷售低迷。以勞動節假期為例，縱然旅客總數升至 2019 年疫情前的 119%，旅客的人均開支卻只有 2019 年的 90%，反映消費明顯降級。此外，消費者亦持續減少債務及傾向儲錢。自 2020 年起，中國消費者的槓桿水平持續下降。即使在疫情限制放寬後，2023 年的消費趨勢也未見逆轉。事實上，在 2023 年上半年，家庭存款淨增長達到了國內生產總值的 20%，大幅拋離極少超過 5% 的疫情前時期。我們相信，相比起家庭的財政狀況，消費者的信心才是限制消費的因素。近日，政府推出多項措施，包括支持私人企業發展及與美國維持有建設性的對話，有助提高國內消費信心。不過，我們肯定需要較原先預期抱持更大的耐性。

投資組合的變動

自上期通訊後，我們於投資組合中加入了一間新公司。我們把握市場對中國消費企業情緒疲弱的機會，買入重慶啤酒的股票。於 2020 年，重慶啤酒與嘉士伯中國合併，成為嘉士伯於中國的唯一附屬公司及主要利潤來源。時至今日，重慶啤酒是中國收益第四高的啤酒公司，並擁有多元化的國際及

國內啤酒品牌組合，足以提供經濟實惠及極高檔的不同價格產品。重慶啤酒的國際品牌組合涵蓋多個知名品牌，包括嘉士伯、1664、樂堡及 Somersby，國內品牌組合則包含烏蘇啤酒、重慶啤酒、大理啤酒及風花雪月品牌。

儘管中國的人均啤酒消耗量已於 2010 年代初見頂，但隨著行業整合及產品組合邁向高檔化，主要市場參與者持續取得穩定的收益增長。目前，重慶啤酒的市佔率不足 10%，在全球最大的中國啤酒市場中仍然稱不上是巨企。透過「大城市計劃」，公司成功擴大了地區覆蓋及增加市佔率。在短短數年間，重慶啤酒實施有效的社交營銷策略，成功將烏蘇啤酒從局限於新疆地區的本地啤酒品牌，轉型為聞名全國的啤酒品牌。往後數年，我們相信，重慶啤酒有望繼續提高市佔率及推動銷量顯著增長。

現時，中國啤酒的每公升平均價格約為人民幣 3 元，遠低於美國的人民幣 8 元及日本的人民幣 10 元。過去數年，中國啤酒行業的平均售價每年升幅達到低至中單位數。鑑於中國消費者的要求提高及消費能力上升，我們相信，高檔化趨勢應會繼續支持中國啤酒龍頭企業的平均售價及利潤增長。重慶啤酒擁有業界最高檔的產品組合，估計該公司將會更佔優勢。

最後一點，是我們相當欣賞嘉士伯的管治水平，並對本地管理層的卓越執行能力及審慎資本分配往績留下深刻印象。我們也很高興看到重慶啤酒關心可持續發展，特別是公司重視用水效率，而且訂立了進取的淨零排放目標。整體而言，我們認為重慶啤酒是值得長期持有的公司。

展望

我們將繼續買入管理團隊相信往績良好及具備競爭優勢的企業，以把握新興市場的長期及持續趨勢。隨著印度經濟正規化、南非持續發展金融服務，以及巴西中小企日益採用企業資源規劃軟件，市場將會湧現大量投資機遇。不過，大市指數一般未能充分反映該類企業，故此由下而上的主動型投資方針有望大幅提升投資表現。

雖然中國市場正處於困難時期，我們所投資的企業相信能夠像以往一樣駕馭局勢。我們持有的企業普遍擁有強大的品牌、有利的分銷渠道、成本領先地位，或單純為客戶提供生活必需服務/產品而形成的競爭優勢。我們相信，現時的股價調整為我們一眾長線投資者提供了絕佳的機會，有利我們低價吸納頂尖企業。

於 2023 年，我們相信，我們的持股繼續帶來吸引的長線增長機遇。中期而言，我們的分析顯示，有關企業的加權平均盈利年均複合增長率約達 20%。目前，投資組合的自由現金流率約為 5%，市盈率相當於 22 倍。考慮到企業的增長率，投資組合的整體估值處於合理及可持續增長的水平，相信應可帶來理想的絕對及相對回報。

² 資料來源：摩根士丹利研究

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。中國宏觀經濟數據來自摩根大通及中國國家統計局。截至 2023 年 9 月 30 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，首域盈信資產管理，盈信投資，Realindex Investments 及 Igneo Infrastructure Partners 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。